

UNIwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno–Socjologiczny
Kierunek: EKONOMIA

AGATA WIECZOREK

**Polityka wynagradzania osób zarządzających w bankach
publicznych w Polsce**

Praca doktorska napisana
w Katedrze Ekonomii Instytucjonalnej
pod kierunkiem naukowym
dr hab. Piotra Urbanek, prof. nadzw. UŁ

Łódź 2015 r.

Spis treści

Wprowadzenie	5
Rozdział 1. Nadzór korporacyjny z perspektywy teorii agencji	11
1.1. Pojęcie i istota nadzoru korporacyjnego.....	11
1.2. Teoria agencji.....	17
1.2.1. Oddzielenie własności od zarządzania.....	17
1.2.2. Konflikt pryncypał – agent. Istota i przyczyny.....	18
1.2.3. Mechanizmy łagodzenia konfliktu interesów.....	24
1.2.3.1. Mechanizmy zewnętrzne.....	25
1.2.3.2. Mechanizm kontraktowy.....	26
1.2.3.3. Bezpośredni monitoring.....	30
1.3. Teoria agencji a inne teoretyczne ujęcia nadzoru korporacyjnego.....	33
1.4. Polityka wynagradzania a mechanizm kontraktowy.....	36
1.4.1. Kontrakt oparty na wynikach.....	36
1.4.2. Struktura wynagrodzenia a alokacja ryzyka.....	40
1.4.3. Pomiar wyników ekonomicznych.....	41
1.5. Podsumowanie.....	43
 Rozdział 2. Wpływ kryzysu gospodarczego na politykę wynagradzania kadry kierowniczej	45
2.1. Skandale korporacyjne z początków XXI wieku a nadzór korporacyjny.....	45
2.2. Kierunki reformy polityki wynagradzania menedżerów.....	50
2.2.1. Powiązanie wynagrodzeń z wynikami ekonomicznymi.....	51
2.2.2. Transparentność wynagrodzeń.....	53
2.2.3. Komitet ds. wynagrodzeń oraz niezależność członków rady jako nowe instytucje nadzoru.....	57
2.2.4. Aprobata akcjonariuszy dla programów partycypacji menedżerów we własności.....	61
2.3. Geneza kryzysu finansowego z roku 2008.....	63
2.4. Dalsze kierunki reformy polityki wynagradzania po kryzysie finansowym.....	66
2.4.1. Inicjatywy Unii Europejskiej.....	66
2.4.2. Propozycje zmian w polityce wynagradzania w USA.....	70
2.4.3. Nowe platformy dialogu w spółkach.....	73
2.4.4. Kodeksy Dobrych Praktyk wybranych krajów UE.....	75
2.5. Podsumowanie.....	79

Rozdział 3. Nadzór korporacyjny i polityka wynagradzania menedżerów w sektorze bankowym.....	80
3.1. Specyfika nadzoru korporacyjnego w sektorze bankowym.....	80
3.1.1. Bank, jako instytucja zaufania publicznego.....	81
3.1.2. Problem agenta.....	83
3.1.3. Dualizm relacji biznesowych.....	85
3.1.4. Rynek kontroli korporacji.....	87
3.1.5. Struktury własnościowo-kontrolne grup finansowych.....	91
3.1.6. Transparentność operacji bankowych.....	94
3.2. Polityka wynagradzania kadry menedżerskiej w bankach.....	96
3.2.1. Wyniki ekonomiczne a ryzyko.....	96
3.2.2. Wyniki krótko a długookresowe.....	99
3.2.3. Zasady wypłaty premii.....	101
3.2.4. Transparentność wynagrodzeń.....	103
3.2.5. Kategorie pracowników objętych regulacjami wynagrodzeń.....	104
3.3. Inicjatywy regulacyjne dotyczące polityki wynagradzania w bankach po kryzysie finansowym.....	105
3.3.1. Zasady Dobrych Praktyk Wynagradzania Rady Stabilności Finansowej (<i>FSB Principles for Sound Compensation Practices</i>).....	105
3.3.2. Zalecenia Komitetu Europejskich Organów Nadzoru Bankowego.....	108
3.3.3. Zalecenia Komisji Europejskiej i Dyrektywa CRD III.....	111
3.3.4. Polskie regulacje prawne.....	115
3.4. Podsumowanie.....	119
 Rozdział 4. Wynagrodzenia osób zarządzających bankami w świetle wyników badań empirycznych.....	 121
4.1. Wynagrodzenie a wyniki ekonomiczne.....	121
4.2. Wynagrodzenie a rynek kontroli korporacji.....	127
4.3. Wynagrodzenie a standardy nadzoru korporacyjnego.....	132
4.4. Wynagrodzenie a ryzyko.....	139
4.5. Wynagrodzenie – porównanie sektorowe.....	146
4.6. Podsumowanie.....	150
 Rozdział 5. Polityka wynagradzania menedżerów w polskich bankach publicznych – wyniki badań własnych.....	 152
5.1. Ogólna charakterystyka badań.....	152
5.2. Wybrane aspekty polityki wynagradzania.....	153

5.2.1. Transparentność polityki wynagradzania.....	153
5.2.2. Długoterminowe programy motywacyjne.....	162
5.2.3. Komitety ds. wynagrodzeń w praktyce polskich banków giełdowych.....	172
5.2.4. Poziom i struktura wynagrodzeń.....	180
5.3. Determinanty wynagrodzeń – analiza ekonometryczna.....	190
5.3.1. Opis próby.....	191
5.3.2. Specyfikacja modelu.....	191
5.3.3. Interpretacja wyników.....	199
5.4. Podsumowanie.....	203
Zakończenie.....	207
Bibliografia.....	211
Spis tabel.....	226

Wprowadzenie

Uzasadnienie wyboru tematu

Polityka wynagradzania kadry kierowniczej spółek stanowi jedno z najważniejszych standardów nadzoru korporacyjnego. Pod pojęciem tym należy rozumieć narzędzia polityki kadrowej określające usytuowanie wynagrodzeń w systemie motywacyjnym przedsiębiorstwa, założenia dotyczące funkcji wynagrodzeń, procedur ich ustalania, różnicowania i wypłaty, zasad indeksacji, ujawnień oraz osób i instytucji zaangażowanych w te procesy.

Nieefektywna polityka wynagradzania naczelnej kadry kierowniczej w instytucjach sektora usług finansowych uznana została za jedną z przyczyn ostatniego kryzysu finansowego. Polityka wynagrodzeń stosowana przez czołowe korporacje finansowe zachęcała do podejmowania ryzykownych decyzji nastawionych na wyniki krótkookresowe, które gwarantowały wysokie premie kadrze zarządzającej. Nie uwzględniane były przy tym perspektywy długookresowe, co często negatywnie wpływało na wartość spółki w dłuższym okresie. Między innymi takie działania zachodzące w sektorze usług finansowych doprowadziły do spadku zaufania inwestorów i destabilizacji rynków finansowych, zarówno w wysoko rozwiniętych gospodarkach, jak i w tych rozwijających się.

Światowy kryzys finansowy dotknął Polskę w ograniczonym stopniu. Ta relatywnie dobra sytuacja rodzi naturalne pytanie o przyczyny, które do tego doprowadziły. W tym kontekście wydaje się być interesujące dokonanie oceny jakości i efektywności mechanizmów nadzoru korporacyjnego stosowanych w polskich bankach, ze szczególnym uwzględnieniem standardów polityki wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla.

Literatura światowa zajmująca się problemem polityki wynagradzania kadry zarządzającej w korporacjach jest bogata i wszechstronna. W początkowych badaniach poszukiwano związku pomiędzy poziomem wynagrodzenia menedżerów, a wynikami ekonomicznymi spółek. Wśród czynników wpływających na wysokość wynagrodzenia menedżerów, poza wynikami ekonomicznymi, wymienia się także wielkość przedsiębiorstwa. Potwierdzenie empiryczne znalazły tezy stawiane na gruncie teorii porównań społecznych i teorii kapitału ludzkiego. Istotna jest również forma kontroli nad korporacją.

Rady spółek, za pośrednictwem powoływanych w ramach ich działalności komitetów ds. wynagrodzeń, wypracowują politykę wynagrodzeń. Uwzględniane są w niej nie tylko

wyniki ekonomiczne osiągnięte przez przedsiębiorstwa, lecz także otoczenie, w jakim spółka prowadzi swoją działalność gospodarczą oraz wartość, jaką kreuje menedżer przez posiadaną wiedzę, doświadczenie, kwalifikacje, staż pracy. Większość prac poświęconych tej tematyce odnosi się w głównej mierze do Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Mniej badań dotyczy innych krajów, takich jak: Japonia, Australia, Kanada, Niemcy czy Polska.

W badaniach prowadzonych od początku lat 80-tych XX wieku dotyczących polityki wynagradzania osób zarządzających korporacjami nie brano pod uwagę specyfiki sektorowej badanych spółek. Doświadczenia płynące z obecnego kryzysu finansowego skłaniają do podejmowania prób oceny tych procesów, uwzględniając także podział na poszczególne sektory, w tym przede wszystkim sektor bankowy. W ostatnich latach pojawiło się wiele interesujących prac odnoszących się do kwestii nieefektywnych systemów wynagradzania kadry menedżerskiej w sektorze bankowym, uznawanych za jedną z przyczyn kryzysu finansowego. W pracach tych podejmowano próby oceny wpływu standardów nadzoru korporacyjnego w instytucjach finansowych na ich efektywność w okresie poprzedzającym wybuch kryzysu finansowego oraz po jego wystąpieniu. Jednym z dominujących wątków poruszanych w tych badaniach była problematyka wynagradzania osób zarządzających instytucjami finansowymi. Badania, których wyniki zostaną zaprezentowane w niniejszej rozprawie wpisuje się w ten nurt prac badawczych i jest to jedna z pierwszych w Polsce prób oceny jakości polityki wynagradzania osób zarządzających instytucjami sektora bankowego.

Cele, hipotezy i metody badawcze

Głównym celem pracy doktorskiej jest **ocena jakości polityki wynagradzania kadry zarządzającej w bankach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2005 – 2013**. Cele szczegółowe obejmują:

1. Porównanie międzynarodowych regulacji prawnych i środowiskowych, odnoszących się do polityki wynagradzania, z regulacjami, którym podlegają banki publiczne w Polsce.
2. Ocenę wybranych aspektów polityki wynagradzania w bankach publicznych w Polsce, takich jak transparentność wynagrodzeń, długoterminowe programy partycypacji we własności, funkcjonowanie komitetów ds. wynagrodzeń.
3. Identyfikację czynników determinujących poziom wynagrodzeń osób zarządzających bankami publicznymi w Polsce.

W pracy doktorskiej zostały postawione następujące hipotezy badawcze:

Hipoteza 1

Zmiany regulacji prawnych dotyczących zasad wynagradzania kadry kierowniczej w sektorze bankowym, które miały miejsce od roku 2012, zmniejszyły lukę legislacyjną, jaka występowała w Polsce w stosunku do innych krajów członkowskich Unii Europejskiej. Istniejące w Polsce standardy, wynikające z tych regulacji, są wciąż mniej rygorystyczne niż te stosowane w większości krajów Unii Europejskiej.

Hipoteza 2

Nastąpiła znacząca poprawa transparentności polityki wynagradzania menedżerów w bankach publicznych w Polsce. Banki wciąż jednak nie wypełniają wszystkich obowiązków związanych z ujawnieniami, które są nakładane przez regulacje prawne i środowiskowe.

Hipoteza 3

Polityka wynagrodzeń naczelnej kadry kierowniczej w bankach publicznych w Polsce charakteryzuje się mniejszym poziomem ryzyka niż ma to miejsce w innych wysoko rozwiniętych krajach.

Hipoteza 4

Wysokość wynagrodzeń otrzymywanych przez osoby zarządzające bankami jest determinowana standardami nadzoru korporacyjnego. W szczególności poziom wynagrodzenia jest niższy w bankach charakteryzujących się mniej licznymi radami nadzorczymi, większą niezależnością rady, większą aktywnością komitetu ds. wynagrodzeń, większą koncentracją własności w rękach dominującego akcjonariusza, większym zaangażowaniem inwestorów instytucjonalnych.

Hipoteza 5

Na wynagrodzenie kadry kierowniczej banków istotny wpływ mają zajmowane stanowisko i indywidualne cechy członków zarządu. Wyższe wynagrodzenia otrzymują prezesi zarządu, obcokrajowcy, osoby z zewnętrznej rekrutacji, osoby z dłuższym stażem pracy, mężczyźni.

Hipoteza 6

Wynagrodzenie kadry kierowniczej jest rosnącą funkcją wyników ekonomicznych osiągniętych przez bank oraz wielkości banku.

Dla potrzeb realizacji celów pracy i weryfikacji hipotez zastosowane zostały następujące metody badawcze:

1. przegląd i krytyczna analiza piśmiennictwa, pozwalające na ocenę dorobku naukowego na temat polityki wynagradzania, jako narzędzia nadzoru korporacyjnego,

2. komparatywna analiza instytucjonalna, umożliwiająca porównanie regulacji prawnych i środowiskowych polityki wynagradzania w Polsce i innych krajach,
3. analiza ekonometryczna na podstawie autorskiego modelu, w celu identyfikacji czynników determinujących wysokość wynagrodzeń osób zarządzających w badanych bankach.

Weryfikacja pierwszej hipotezy badawczej została przeprowadzona w trzecim rozdziale rozprawy. Porównano w nim regulacje dotyczące polityki wynagradzania kadry zarządzającej w spółkach z sektora bankowego oraz procedury ich ustalania wynikające z międzynarodowych i polskich regulacji prawnych i środowiskowych. W szczególności ocenie zostały poddane inicjatywy legislacyjne oraz rekomendacje dotyczące dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego takich instytucji, jak: Rada Stabilności Finansowej, Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego, Komisja Europejska. Zostały one skonfrontowane z polskimi regulacjami wynikającymi z aktów normatywnych, a także regulacji środowiskowych: „Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW”.

Weryfikacja pozostałych hipotez badawczych została przeprowadzona w rozdziale piątym na podstawie badania wykonanego na próbie 16 banków notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych dla lat 2005 – 2013. Źródłem informacji użytych w badaniu były raporty roczne banków, oświadczenia w sprawie przestrzegania zasad dobrych praktyk, statuty, regulaminy pracy rad nadzorczych, wewnętrzne sprawozdania rad nadzorczych i komitetów rad.

W celu weryfikacji drugiej i trzeciej hipotezy badawczej dokonano analizy raportów rocznych oraz regulaminów wewnętrznych polskich banków publicznych pod kątem poziomu transparentności polityki wynagradzania, stosowania przez banki długoterminowych programów motywacyjnych oraz funkcjonowania komitetu ds. wynagrodzeń. W szczególności analizie poddano takie dokumenty, jak: statut banku, regulamin rady nadzorczej, regulamin komitetu ds. wynagrodzeń, skonsolidowane sprawozdanie finansowe, skonsolidowane sprawozdanie z działalności zarządu, sprawozdanie z działalności rady nadzorczej oraz jej komitetów, oświadczenie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, raport o adekwatności kapitałowej.

Weryfikację trzech pozostałych hipotez przeprowadzono na podstawie analizy poziomu wynagrodzenia kadry zarządzającej w spółkach z sektora bankowego. W tym celu został zbudowany model ekonometryczny, który umożliwił określenie wrażliwości wynagrodzeń na wybrane czynniki. Czynniki te zostały podzielone na trzy grupy: zmienne charakteryzujące standardy nadzoru korporacyjnego (liczba osób w radzie nadzorczej, udział

członków niezależnych w radzie nadzorczej, udział kobiet w radzie nadzorczej, liczba posiedzeń komitetu ds. wynagrodzeń, udział członków niezależnych w Komitecie ds. wynagrodzeń, inwestor strategiczny, wielkość pakietu akcji w rękach OFE), indywidualne cechy osób zarządzających (zajmowane stanowisko, płeć, obywatelstwo, sposób rekrutacji, staż pracy) oraz wyniki i uwarunkowania ekonomiczne (ROE , ROE_{t-1} , wielkość banku, dźwignia finansowa, odpisy netto od kredytów i pożyczek). Estymacja parametrów modelu została przeprowadzona na próbie panelowej obejmującej obserwacje dla banków notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych za okres 2005 – 2013.

Struktura rozprawy

Praca doktorska składa się z pięciu rozdziałów. Pierwszy rozdział został poświęcony prezentacji nadzoru korporacyjnego przy użyciu teoretycznej perspektywy, którą jest teoria agencji. W szczególności została przedstawiona istota tzw. problemu agencji oraz mechanizmy mające na celu łagodzenie konfliktu interesów na linii pryncypał – agent. Stały się one punktem wyjścia do prezentacji polityki wynagradzania jako elementu mechanizmu kontraktowego oraz sposobów konstruowania systemu wynagrodzeń uwzględniających wyniki finansowe i alokację ryzyka.

W rozdziale drugim prowadzone są rozważania poświęcone polityce wynagradzania kadry zarządzającej, będącej jednym z najważniejszych instrumentów nadzoru korporacyjnego. Opisano wpływ skandali korporacyjnych z początku XXI wieku oraz ostatniego kryzysu finansowego na wprowadzenia reform standardów nadzoru korporacyjnego związanych z polityką wynagradzania, prowadzących do poprawy jakości tej polityki.

W trzecim rozdziale rozważania koncentrują się na problematyce sektora bankowego i stosowanych w niej standardów polityki wynagradzania. Punktem wyjścia było przedstawienie specyfiki nadzoru korporacyjnego w sektorze bankowym. Następnie opisana została polityka wynagradzania stosowana w sektorze bankowym z uwzględnieniem jej poziomu transparentności oraz zaprezentowane zostały inicjatywy instytucji międzynarodowych mające na celu usunięcie niedoskonałości polityki wynagradzania w bankach ujawnionych w czasie ostatniego kryzysu finansowego.

Czwarty rozdział poświęcony został przedstawieniu wyników badań empirycznych w zakresie polityki wynagradzania w sektorze bankowym. Przegląd literatury dotyczącej tego tematu został podzielony na pięć głównych wątków badawczych: wynagrodzenie menedżerów a wyniki ekonomiczne, wynagrodzenie menedżerów a rynek kontroli korporacji,

wynagrodzenie menedżerów a standardy nadzoru korporacyjnego, wynagrodzenie menedżerów a ryzyko oraz porównanie sektorowe.

Ostatni rozdział stanowi warstwę empiryczną pracy. Zaprezentowano w nim wyniki badań prowadzonych przez autorkę na próbie 16 banków notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 2005 – 2013. Przedmiotem badań były: transparentność polityki wynagradzania, długoterminowe programy motywacyjne oraz komitety ds. wynagrodzeń. Został stworzony zintegrowany indeks transparentności polityki wynagradzania w polskich bankach publicznych. Przeprowadzono porównanie poziomu i struktury wynagrodzeń osób zarządzających w spółkach z sektora bankowego. Na podstawie modelu ekonometrycznego podjęto próbę określenia wrażliwości wynagrodzeń na czynniki finansowe i pozafinansowe.

Badania przedstawione w rozprawie były prowadzone w ramach projektu badawczego finansowanego przez Narodowe Centrum Nauki na mocy decyzji DEC-2011/03/B/HS4/04814.

Rozdział 1

Nadzór korporacyjny z perspektywy teorii agencji

1.1. Pojęcie i istota nadzoru korporacyjnego

W polskiej literaturze nie istnieje jeden odpowiednik terminu „*corporate governance*”. Jednym z szerzej rozpowszechnionych w polskim piśmiennictwie tłumaczeniem tego pojęcia jest „nadzór właścicielski”. Takie tłumaczenie skupia uwagę na relacji między formalnymi właścicielami, a menedżerami zarządzającymi ich własnością, dość wiernie odzwierciedlając jego pierwotne znaczenie¹. Jednakże część autorów uważa, że termin „nadzór właścicielski” jest zbyt wąski, ogranicza bowiem nadzór do jednej grupy podmiotów, do której należą właściciele czy inwestorzy². Omija bowiem interesariuszy (pracowników, dostawców, klientów, władze i społeczności lokalne itp.), którzy także wywierają wpływ na działalność przedsiębiorstwa. Biorąc pod uwagę fakt, że „nadzór” jest tylko jedną z funkcji zarządzania, wydawałoby się, że bardziej właściwe byłoby tłumaczenie terminu „*corporate governance*” jako „zarządzanie korporacją” bądź też „władztwo korporacyjne”³. Termin „władanie” nawiązuje bowiem do podziału występującego w dawnym języku polskim – władanie przez władcę (suwerena, właściciela) polegające na wprowadzaniu i utrzymywaniu ładu (porządku) dzięki możliwości wpływania na innych (władza) oraz zarządzanie przez wynajętego zarządcę⁴. Innym tłumaczeniem „*corporate governance*” stosowanym w literaturze jest „ład korporacyjny” propagowany przede wszystkim przez osoby skupione wokół Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Termin ten jednakże nie odzwierciedla w pełni podstawowego znaczenia *governance*, jakim jest sprawowanie kontroli.

Od pewnego czasu stopniowo rośnie popularność terminu „nadzór korporacyjny”. Jego zaletą jest to, iż jest on bardziej pojemny w stosunku do „nadzoru właścicielskiego” i bardziej adekwatny do istniejących w Polsce uwarunkowań, które wzbogaciły się ostatnio

¹ M. Federowicz, *Corporate governance – nadzór nie tylko właścicielski. Relacje między kontrolą nad zarządzaniem a systemem instytucjonalnym w gospodarce*, w: S. Rudolf (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 26.

² S. Rudolf, *Wprowadzenie*, w: S. Rudolf (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 5.

³ M. Jerzemowska, *Istota i uwarunkowania rozwoju nadzoru korporacyjnego*, w: S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 25.

⁴ C. Mesjasz, *Nadzór, władanie, czy ład korporacyjny: problem nie tylko semantyczny*, w: S. Rudolf (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006, s. 35.

o elementy nadzoru zewnętrznego⁵. W dalszych rozważaniach autorka będzie stosować to pojęcie.

Wśród źródeł trudności znalezienia właściwego odpowiednika terminu „*corporate governance*” jest brak jednej, powszechnie stosowanej definicji nadzoru korporacyjnego. Wynika to z faktu, iż większość definicji kształtowana jest pod wpływem historycznych i instytucjonalnych uwarunkowań prowadzących do określonego sposobu widzenia tego, czym jest, a czym powinien być nadzór korporacyjny⁶.

Niektórzy autorzy uważają, że nadzór korporacyjny jest zbiorem praw i mechanizmów kierujących zachowaniem przedsiębiorstwa i zapewniających akcjonariuszom, wierzycielom, inwestorom, a także pozostałym zainteresowanym stronom ochronę przed oportunistycznym zachowaniem menedżerów oraz zachęcających interesariuszy do współpracowania ze spółką⁷.

Według M. C. Jensena i W. H. Mecklinga nadzór korporacyjny koncentruje się na powiązaniach pomiędzy właścicielami firmy a najętymi przez nich agentami, którzy w imieniu właścicieli zarządzają firmą (kontrolują ją) i mają obowiązek maksymalizowania stanu posiadania jej właścicieli⁸. Pryncypałowicie, aby umożliwić menedżerom pełnienie obowiązków, muszą przenieść na nich część swoich uprawnień decyzyjnych. Celem nadzoru korporacyjnego jest zatem zapewnienie zgodności delegowanych na agenta decyzji z interesami właścicieli przedsiębiorstwa.

K. Keasey i M. Wright uważają, że nadzór korporacyjny to struktury, mechanizmy i procesy związane z produkcją, podejmowaniem decyzji i kontrolą wewnątrz jednostki organizacyjnej. Mechanizmy te obejmują regulacje ekonomiczne i prawne ulegające zmianom w wyniku zachodzących procesów politycznych w danym państwie⁹.

H. Gospel i A. Pendleton sądzą, że *corporate governance* koncentruje się na tym, kto kontroluje spółkę, w czym interesie jest ona zarządzana oraz na sposobach, w jakich ta kontrola jest wykonywana¹⁰. Definicja ta ma bardziej ogólny wydźwięk w porównaniu z tłumaczeniem *corporate governance* przez ekonomię finansową, według której nadzór

⁵ S. Rudolf, *Analiza zmian w wybranych obszarach nadzoru korporacyjnego*, w: S. Rudolf (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006, s. 14.

⁶ M. Jerzemowska, *Istota i uwarunkowania ...*, op. cit., s. 18.

⁷ I. Hashi, *Ramy prawne skutecznego nadzoru korporacyjnego: analiza porównawcza wybranych krajów transformujących się*, „Studia i Analizy. Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych”, nr 268, 2003, s. 6.

⁸ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics”, vol. 3, no. 4, 1976, s. 305 - 360.

⁹ K. Keasey, M. Wright, *Issues in corporate accountability and governance*, cyt. za.: M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 23.

¹⁰ H. Gospel, A. Pendleton, *Finance, corporate governance and the management of labour: a conceptual and comparative analysis*, „British Journal of Industrial Relations”, 41:1, September 2003, s. 560.

korporacyjny rozumiany jest jako sposób, w którym akcjonariusze kontrolują oportunistów menedżerów, poprzez stosowanie odpowiednich zachęt.

Według T. Göka nadzór korporacyjny to zbiór zasad, które kształtują zachowania menedżerów i wywierają na nich presję, by spełniali obietnice dane interesariuszom, a w szczególności akcjonariuszom¹¹. Zasady te mogą być jawne bądź ukryte, mogą znajdować się w przepisach powszechnie obowiązujących lub normach społecznych. Podobne rozumienie pojęcia *corporate governance* przyjmuje R. Ch. Iwu – Egwuonwu, który traktuje nadzór korporacyjny jako system, w którym korporacje są zarządzane i regulowane w celu zwiększenia wartości dla akcjonariuszy i spełnienia oczekiwań pozostałych interesariuszy¹².

N. Saidi traktuje *corporate governance* jako mechanizm, za pomocą którego spółki są kontrolowane i kierowane¹³. Opiera się on na identyfikacji obowiązków i utworzenia wysokiej jakości przepływu informacji oraz przejrzystego raportowania. Nadzór często jest także opisywany jako system kontroli i równowagi pomiędzy kadrą kierowniczą, radą spółki i regulatorem. Do tego celu niezbędne są odpowiednie zachęty i bodźce. Ich wprowadzenie musi być kompleksowe, a także zakorzenione w kulturze biznesu i strukturze spółki. Oznacza to, że nie mogą być one opracowane w izolacji, gdyż pojawia się wtedy duże prawdopodobieństwo nieosiągnięcia pożądanych celów.

S. Ayuso i A. Argandoña uważają, że nadzór korporacyjny odnosi się do systemu, w którym organizacje są kierowane i kontrolowane oraz który określa podział praw i obowiązków pomiędzy akcjonariuszy i menedżerów, a także zasad i procedur podejmowania decyzji w sprawach korporacyjnych¹⁴. Natomiast w szerszym znaczeniu *corporate governance* zawiera także relacje z pozostałymi interesariuszami spółki, zarówno tymi zaliczanymi do interesariuszy wewnętrznych (np. pracownicy), jak i do zewnętrznych (np. klienci, dostawcy).

K. Eisenhardt uważa, że *corporate governance* określa wzajemne zachowania między pryncypałem (na ogół właścicielem przedsiębiorstwa) i agentami (menedżerami), którzy mają różne cele i inny stosunek do ryzyka¹⁵.

¹¹ T. Gök, *Corporate governance in an era of turmoil*, Smart Business Network Inc., 2009, s. 1.

¹² R. Ch. Iwu – Egwuonwu, *Some empirical literature evidence on the effects of independent directors on firm performance*, "Journal of Economics and International Finance", vol. 2(9), September 2010, s. 190.

¹³ N. Saidi, *Financial crisis & the corporate governance solution: moving forward on remedies*, 1st Annual Compliance and Anti Money Laundering Seminar, SAMA Institute of Banking, 2009, s. 3.

¹⁴ S. Ayuso, A. Argandoña, „La Caixa” Chair of Corporate Social Responsibility and Corporate Governance, Working Paper no. 701, July 2007, s. 1.

¹⁵ K. M. Eisenhardt, *Agency theory: an assessment and review*, "Academy of Management Review", vol. 14, no. 1, 1989, s. 59.

W polskiej literaturze również można spotkać wiele definicji pojęcia nadzór korporacyjny. Według M. Federowicza nadzór korporacyjny to nic innego jak kontrola nad zarządzaniem spółką¹⁶. Kontrolę sprawują tu zarówno przewidziane do tego organy statutowe (rada nadzorcza, zarząd, walne zgromadzenie), jak i inne zainteresowane strony.

K. A. Lis i H. Sterniczuk traktują *corporate governance* jako instytucje i procesy zachodzące w sferze tworzenia zasobów korporacji oraz zarządzania nimi, a także rozwoju jej relacji z otoczeniem, które mają służyć maksymalizacji tworzenia bogactwa (interesów), ale w sposób nienakładający niewłaściwych kosztów na innych lub na społeczeństwo jako całość¹⁷.

M. Aluchna nadzór korporacyjny definiuje jako zbiór wielu mechanizmów i instytucji, jakie działają na rzecz lepszej współpracy między poszczególnymi grupami zaangażowanymi w działalność przedsiębiorstwa (menedżerowie, akcjonariusze, pracownicy, dostawcy, klienci czy społeczności) dla realizacji interesu spółki¹⁸. Jego podstawowym celem jest zagwarantowanie, by przedsiębiorstwo działało efektywnie, poprzez zapewnienie ochrony dla inwestorów polegającej na eliminowaniu ewentualnych nadużyć ze strony menedżerów bądź akcjonariuszy dominujących.

J. Jeżak, powołując się na definicję OECD, traktuje nadzór korporacyjny jako sieć relacji między kadrą zarządzającą spółek a ich organami nadzorczymi, akcjonariuszami oraz innymi grupami interesów zainteresowanymi działaniem spółki (wierzyciele, pracownicy, klienci, dostawcy, społeczność lokalna, państwo). Autor dodaje również, że obejmuje on strukturę władzy w spółce, za pośrednictwem której ustalone są jej cele, środki ich realizacji oraz metody monitorowania osiągniętych rezultatów¹⁹.

C. Mesjasz przyjmuje interpretację nadzoru korporacyjnego, w której jako dominujące traktuje się interesy akcjonariuszy, z jednoczesnym uwzględnieniem innych grup związanych z przedsiębiorstwem (interesariuszy)²⁰. Podejście to, podobnie jak w przypadku definicji zaproponowanej przez J. Jeżaka, odnosi się do definicji *corporate governance* zaproponowanej przez OECD.

¹⁶ M. Federowicz, *Corporate governance...*, op.cit., s. 32.

¹⁷ K. A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 32.

¹⁸ M. Aluchna, *Polityka informacyjna w Polsce. Przypadek spółek giełdowych*, „E – mentor”, nr 2 (9), 2005, <http://www.e-mentor.edu.pl/artukul/index/numer/9/id/131>, stan na dzień 07.08.2014.

¹⁹ J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C. H. Beck, Warszawa 2010, s.10.

²⁰ C. Mesjasz, *Przegląd teoretycznych koncepcji nadzoru korporacyjnego*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie”, nr 700, 2006, s. 51.

I. Postuła i T. Wołowiec uważają, że dominujące znaczenie *corporate governance* odnosi się do wzajemnych relacji pomiędzy poszczególnymi grupami zaangażowanymi w funkcjonowanie korporacji, do których należą w szczególności: akcjonariusze, zarząd, członkowie organów nadzorczych, pracownicy, dostawcy, kontrahenci²¹.

P. Urbanek wyróżnia dwie definicje nadzoru korporacyjnego²². W pierwszej z nich zwraca się uwagę na zjawisko oddzielenia własności od zarządzania, a także związane z tym różnice w celach akcjonariuszy i menedżerów. W tym kontekście termin *corporate governance* rozumiany jest jako zespół instytucji, których celem jest łagodzenie konfliktów między akcjonariuszami i menedżerami. Drugie, szersze ujęcie, skupia się na społecznej odpowiedzialności, jaką ponoszą osoby zarządzające przedsiębiorstwami. W tym rozumieniu nadzór korporacyjny jest to zbiór mechanizmów, za pomocą których decyzje i wybory podejmowane przez kierownictwa spółek są zgodne z celami akcjonariuszy i innych grup interesów związanych z działalnością spółki²³.

Tabela 1.1. przedstawia zbiór cech charakterystycznych dla definicji nadzoru korporacyjnego stosowanych w literaturze.

Tabela 1.1. Cechy nadzoru korporacyjnego

Autor	1	2	3	4	5	6	7
M. C. Jensen, W. Meckling	X	X			X	X	X
K. Keasey, M. Wright			X		X		
H. Gospel, A. Pendleton				X	X		X
T. Gök			X	X	X		X
R. Ch. Iwu - Ekwuonwu				X	X		X
N. Saidi	X		X	X	X		
S. Ayuso, A. Argandoña	X	X		X	X		
K. M. Eisenhardt	X						
M. Federowicz				X	X		
K. A. Lis, H. Sterniczuk			X				X
M. Aluchna		X	X		X		
J. Jeżak	X			X			
C. Mesjasz	X						X
I. Postuła, T. Wołowiec	X						
P. Urbanek	X	X	X	X			

1 – relacja między menedżerami i akcjonariuszami; 2 – zapewnienie zgodności interesów między menedżerami i akcjonariuszami; 3 – zbiór procesów, mechanizmów bądź zasad; 4 – nadzorowanie i monitorowanie rezultatów pracy menedżerów; 5 – kierowanie i kontrolowanie spółką; 6 – przeniesienie uprawnień decyzyjnych z menedżerów na akcjonariuszy; 7 – maksymalizacja korzyści dla akcjonariuszy.

Źródło: opracowanie własne

²¹ I. Postuła, T. Wołowiec, *Model regulacyjny corporate governance w spółkach Skarbu Państwa. Praktyczne implikacje dla zarządzania*, „Studia Prawno – Ekonomiczne”, t. LXXXIII, 2011, s. 335.

²² P. Urbanek, *Wprowadzenie*, w: P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 15.

²³ Ibidem, s. 15.

Analizując przedstawione powyżej definicje nadzoru korporacyjnego można dostrzec pewne elementy wspólne dla większości z nich. Podstawowym celem *corporate governance* jest zapewnienie zgodności interesów akcjonariuszy oraz menedżerów poprzez odpowiednie kierowanie i kontrolowanie spółki. W ośmiu definicjach znalazła się informacja, że nadzór korporacyjny jest to sieć relacji między osobami zarządzającymi i akcjonariuszami. Wiele tłumaczeń zawiera taki aspekt nadzoru korporacyjnego, jakim jest nadzorowanie i monitorowanie rezultatów pracy menedżerów, a także maksymalizację korzyści dla akcjonariuszy. Sześć definicji traktuje nadzór korporacyjny jako zbiór procesów mechanizmów, bądź zasad. Wydaje się więc, że te cechy stanowią istotę mechanizmu, jakim jest *corporate governance*.

Podstawowymi obszarami nadzoru korporacyjnego, jak wynika z przytoczonych powyżej interpretacji tego pojęcia, jest nadzorowanie i monitorowanie rezultatów pracy kadry menedżerskiej, a także rozliczanie jej z powierzonych zadań oraz stawianych celów. Jeżeli chodzi o pierwszy obszar działalności *corporate governance*, rozumiany jest on jako ochrona akcjonariuszy i pozostałych grup interesariuszy przed oportunistycznymi zachowaniami menedżerów. Jest to możliwe poprzez ograniczenie *ex ante*, lub identyfikowanie i karanie *ex post* takich zachowań, jak: działania niełojalne wobec spółki, konflikty interesów, transakcje z podmiotami powiązanymi²⁴. W drugim obszarze skuteczny nadzór korporacyjny uwidacznia się poprzez poprawę transparentności przedsiębiorstw, dzięki czemu właściciele spółki mogą monitorować działalność menedżerów.

Do efektywnej realizacji wymienionych obszarów działalności *corporate governance* przedsiębiorstwa mogą wykorzystać instrumenty nadzoru wewnętrznego, za pomocą których właściciele spółki mogą wybierać członków zarządu (za pośrednictwem rady spółki), ustalać reguły jego działania (za pomocą statutu spółki) oraz motywować menedżerów do działań ukierunkowanych na wzrost wartości spółki, poprzez uzależnienie części ich wynagrodzenia od wyników osiągniętych przez spółkę²⁵.

Biorąc pod uwagę przedstawione definicje nadzoru korporacyjnego autorka przyjmuje, że pod tym pojęciem należy rozumieć zbiór mechanizmów zapewniających maksymalizację wartości akcjonariuszom z zainwestowanego w daną spółkę kapitału w długim okresie czasu poprzez łagodzenie konfliktów interesu między właścicielem

²⁴ N. C. Howson, *When "good" corporate governance makes "bad" (financial) firms: the global crisis and the limits of private law*, "Michigan Law Review First Impressions", vol. 108, December 2009, s. 46.

²⁵ B. Borkowska, *Ramy instytucjonalne a corporate governance*, w: P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 501.

i menedżerami. W dalszych rozważaniach pojęcie nadzór korporacyjny będzie używane zamiennie z anglojęzycznym odpowiednikiem *corporate governance*.

1.2. Teoria agencji

Początki teorii agencji sięgają przełomu lat 60 i 70, kiedy powstały pierwsze prace poświęcone problematyce podziału ryzyka między podmiotami lub grupami podmiotów, szczególnie w sytuacji, kiedy u różnych podmiotów występują odmienne postawy wobec ryzyka²⁶. W następnych latach teoria ta znalazła wielu zwolenników, którzy pogłęбили analizę problemu agenta i rozwinęli ją dla różnych obszarów życia gospodarczego.

1.2.1. Oddzielenie własności od zarządzania

Adam Smith w swojej książce „*The Wealth of Nations*” wydanej w 1776 roku zauważył, że oddzielenie własności od zarządzania może być problematyczne, gdyż w takich spółkach menedżerowie nie mają odpowiedniej motywacji do zarządzania korporacją w taki sposób jak menedżerowie, którzy jednocześnie są jej właścicielami, a zatem mogą prowadzić spółkę w sposób nieefektywny²⁷. Biorąc pod uwagę stwierdzenie Smitha można wyróżnić dwa rodzaje przedsiębiorstwa.

W pierwszym rodzaju przedsiębiorstw menedżer posiada 100% kapitału spółki, dzięki czemu ma w swoich rękach dwa atrybuty: podejmuje wszelkie decyzje związane z działalnością spółki oraz posiada wszystkie roszczenia do zysku firmy (zwane także roszczeniami rezydualnymi). W takiej sytuacji będzie on podejmował takie decyzje, by maksymalizować własną użyteczność, na którą składają się zarówno korzyści pieniężne, jak i korzyści niepieniężne, takie jak: lokalizacja biura (np. położenie biura w centrum miasta), stosunki międzyludzkie, wyposażenie miejsca pracy itp.²⁸.

Jeżeli menedżer nie jest jedynym właścicielem korporacji, czyli posiada przykładowo 95% akcji, to jego działania zmierzać będą do zwiększania wydatków firmy aż do momentu, w którym użyteczność krańcowa jednego dolara przeznaczonego na wydatki spółki zrówna

²⁶ P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 47.

²⁷ S. G. Marks, *The separation of ownership and control*, „Encyclopedia of Law & Economics”, no. 5630, 1999, s. 696.

²⁸ M. Aluchna, *Koszty agencji jako determinanta efektywności nadzoru korporacyjnego*, w: S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 78.

się z użytecznością krańcową dodatkowych 95 centów jego zysków²⁹. Inaczej mówiąc, jeżeli liczba akcjonariuszy jest większa od 1, to znaczy menedżer – właściciel posiada $\alpha\%$ akcji, to z każdego wydanego dolara menedżer ten otrzymuje 100% korzyści niepieniężnych i tylko $\alpha\%$ zysku. Wynika z tego, że menedżer ma większą motywację do konsumpcji świadczeń dodatkowych, niż do maksymalizacji wartości firmy dla wszystkich akcjonariuszy³⁰. W skrajnym przypadku menedżer nie posiada żadnych udziałów w spółce ($\alpha = 0$), czyli otrzymuje wynagrodzenie jedynie jako pracownik, zyskuje on 100% z konsumpcji korzyści niepieniężnych, jednak 0% z zysków firmy (w przypadku, gdy jego wynagrodzenie jest niezależne od wyników osiągniętych przez spółkę).

W momencie, gdy menedżer nie jest jedynym właścicielem spółki, bądź nie posiada żadnych udziałów w kapitale własnym korporacji, może pojawić się problem oportunistycznego zachowania kadry kierowniczej, nastawionej na realizowanie własnych celów, zwanej problemem agencji.

1.2.2. Konflikt pryncypał – agent. Istota i przyczyny

Relacje agencji można zdefiniować jako kontrakt, w którym jedna strona (pryncypał) zatrudnia drugą stronę (agenta) do wykonywania niektórych usług w jej imieniu. Obejmują one między innymi delegowanie części uprawnień decyzyjnych na agenta³¹. Inaczej mówiąc, jeśli właściciel przedsiębiorstwa nie może w pełni zaangażować się w prowadzenie działalności (brak czasu, umiejętności, odpowiedniej wiedzy czy chęci), zatrudnia osobę z niezbędnymi kwalifikacjami i doświadczeniem, by w jego imieniu zarządzała spółką. Najważniejszym zadaniem menedżerów (agentów) jest koordynacja kontraktów, inicjowanie i implementacja stosunków wymiennych między akcjonariuszami, kredytodawcami, pracownikami, dostawcami, klientami i innymi zainteresowanymi stronami³². Akcjonariusze (pryncypałowicze) zaś postrzegani są jako właściciele i dostarczyciele kapitału finansowego do spółki, którzy oczekują w zamian za inwestycję w dane przedsiębiorstwo zwrotów z kapitału, przedstawionych w postaci roszczeń rezydualnych.

W momencie delegacji uprawnień decyzyjnych na menedżera nasuwa się podstawowe pytanie: jak pryncypał ma być pewny, że inwestując swój kapitał w dane przedsiębiorstwo

²⁹ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm...*, op. cit..

³⁰ J. S. Ang, R. Cole, J. W. Lin, *Agency costs and ownership structure*, in: R. A. J. van Frederikslust, J. S. Ang, P. S. Sudarsanam (eds.), *Corporate Governance and Corporate Finance*, Routledge, Abingdon 2008, s. 113.

³¹ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm...*, op. cit..

³² P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, op. cit., s. 48.

otrzyma cokolwiek poza bezwartościowymi akcjami³³? Jeżeli obie strony kontraktu, będą dążyć do maksymalizacji swoich użyteczności, pojawi się sytuacja, w której agent nie zawsze będzie działał w najlepszym interesie pryncypała. Właściciel kapitału zaś nie będzie w stanie sprawdzić, czy kadra zarządzająca działa na jego niekorzyść. Związane jest to z asymetrią informacji, która wynika z faktu, że menedżer ma dostęp do szczegółowych informacji dotyczących spółki, do których nie mają dostępu akcjonariusze. Jest to tak zwana ukryta informacja lub wiedza. Asymetria ta może występować również na skutek podjęcia przez agenta działania, którego przebieg lub też wynik nie są znane pryncypałowi - tak zwane ukryte działania menedżera³⁴. W takiej sytuacji pojawia się problem oddzielenia zarządzania (inicjacja i realizacja) od kontroli (ratyfikacja i monitoring) istotnych decyzji na wszystkich szczeblach organizacji. Narzędziami służącymi do minimalizowania bądź likwidacji tego problemu są³⁵:

- 1) hierarchia decyzyjna, w której inicjatywy decyzyjne agentów niższego stopnia są przekazywane agentom wyższego stopnia, najpierw do ratyfikacji, a później do monitorowania;
- 2) rada spółki, która ratyfikuje i monitoruje najważniejsze decyzje organizacji: zatrudnienie, zwalnianie i wynagradzanie menedżerów najwyższego szczebla;
- 3) struktury motywacyjne, które zachęcają menedżerów różnego szczebla do wzajemnego monitorowania się.

Teoria agencji koncentruje się na rozwiązywaniu dwóch problemów, które mogą się pojawić w relacjach między pryncypałem i agentem. Pierwszy z nich występuje wtedy, gdy cele menedżerów przedsiębiorstwa nie są zgodne z celami właścicieli, co tworzy okoliczności sprzyjające podejmowaniu oportunistycznych decyzji przez agenta, które obniżają wartość dla akcjonariuszy (np. poprzez wypłacanie nadmiernie wysokich wynagrodzeń, czy dokonywanie inwestycji, które są sprzeczne z długookresowymi celami spółki). Problem ten pogłębia fakt, że pryncypał często nie posiada odpowiednich narzędzi, by monitorować menedżerów bądź jest to dla niego zbyt kosztowne.

Druga kwestia, zwana problemem podziału ryzyka, związana jest z różnym nastawieniem do ryzyka akcjonariuszy i menedżerów. Pryncypał charakteryzuje się mniejszą awersją do ryzyka w porównaniu do agenta. Wynika to z faktu, iż posiadany przez siebie

³³ A. Shleifer, R. W. Vishny, *A survey of corporate governance*, Working Paper 5554, 1996, s. 7.

³⁴ B. Groblewska – Bogusz, *System nadzoru właścicielskiego a teoria kontraktów*, w: S. Rudolf (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 75.

³⁵ E. F. Fama, M. C. Jensen, *Agency problems and residual claims*, "Journal of Law and Economics", vol. 26, no. 2, 1983, s. 332.

kapitał może zainwestować w wiele spółek, dzięki czemu dywersyfikuje związane z inwestycjami ryzyko. Straty poniesione w jednej spółce mogą zostać zrekompensowane dzięki zyskom w innych. Menedżerowie zaś charakteryzują się awersją do ryzyka. Dzieje się tak dlatego, że osoby zarządzające całym posiadanym przez siebie kapitałem (głównie w postaci swojego stanowiska pracy) inwestują w jedną spółkę. W związku z tym straty, spowodowane zbyt ryzykownymi inwestycjami, mogą wiązać się z utratą miejsca pracy, wynagrodzenia, utratą reputacji na rynku pracy menedżerów. Z tego powodu akcjonariusze i menedżerowie mogą preferować różne działania – pryncypał bardziej ryzykowne, lecz mogące zapewnić znaczne zyski, agent natomiast mniej ryzykowne, pewniejsze, ale z mniejszym zwrotem dla akcjonariuszy. W związku z tym istotne znaczenie nabiera alokacja ryzyka między pryncypałem i agentem, to znaczy ustalenie kto będzie ponosić odpowiedzialność za działania podejmowane przez kadrę kierowniczą. Czy całe ryzyko związane z kierowaniem spółką powinno być przeniesione na agenta, czy też w całości ma obciążać pryncypała, a może ryzyko powinno być rozłożone na oba podmioty?

W teorii agencji wymieniane są dwa aspekty problemu agenta: pokusa nadużycia (*moral hazard*) i negatywna selekcja (*adverse selection*). Problem pokusy nadużycia występuje wtedy, gdy agent ma bodźce do działania w swoim własnym interesie, który pozostaje w sprzeczności z interesem pryncypała³⁶. Innymi słowy menedżer nie robi tego, do czego zobowiązał się podpisując kontrakt. Negatywna selekcja natomiast oznacza, że jedna strona kontraktu (pryncypał) nie ma możliwości pełnego potwierdzenia jakości „dóbr” przekazywanych przez drugą stronę (agenta). Przykładowo, menedżer może twierdzić podczas rozmowy kwalifikacyjnej, że posiada odpowiednie umiejętności i zdolności, dzięki czemu zostaje zatrudniony. Zjawisko negatywnej selekcji pogłębia się, ponieważ akcjonariusz nie jest w stanie w pełni zweryfikować tych umiejętności i zdolności, ani w momencie przyjęcia menedżera do pracy, ani w trakcie wykonywania przez niego powierzonych mu zadań.

Teoria agencji zwraca uwagę na to, że delegując na menedżera uprawnienia decyzyjne, pryncypał nie jest w stanie przewidzieć, czy agent będzie działał we własnym interesie, czy też w interesie spółki i akcjonariuszy. Konflikty między kierownictwem spółki,

³⁶ P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, op. cit., s. 54.

a właścicielami kapitału finansowego wynikają z tego faktu, że menedżerowie preferują przede wszystkim takie sytuacje jak³⁷:

- duży poziom konsumpcji własnej i małą efektywność pracy, ponieważ te elementy nie wpływają niekorzystnie na obniżenie ich wynagrodzeń lub zmniejszenie wartości rynkowej ich prywatnych udziałów w kapitale akcyjnym spółki;
- przywłaszczanie sobie części majątku przedsiębiorstwa poprzez tworzenie własnych spółek z wykorzystaniem zasobów kierowanej przez siebie spółki, przekazywanie części majątku przedsiębiorstwa po zaniżonych cenach do innych spółek, z którymi są związani;
- przygotowywanie przez siebie, przy braku skutecznej kontroli ze strony rady spółki, kontraktów z bardzo atrakcyjnymi zachętami;
- inwestycje mniej ryzykowne i z mniejszą dźwignią finansową w celu zmniejszenia prawdopodobieństwa bankructwa przedsiębiorstwa, które może wpłynąć negatywnie na ich prestiż i ekonomiczną wycenę talentów zarządczych oraz spowodować znaczne obniżenie wartości mało zdywersyfikowanych portfeli ich akcji;
- inwestycje w przedsięwzięcia mające na celu powiększenie ich potęgi i prestiżu zawodowego;
- inwestycje o krótkim horyzoncie czasowym zamiast bardziej zyskowych długookresowych przedsięwzięć inwestycyjnych, ze względu na ograniczony termin kontraktu i brak możliwości korzystania z bardziej długofalowych skutków swych działań;
- zapewnienie sobie stanowiska pomimo braku kompetencji i kwalifikacji.

Konflikt między akcjonariuszami i menedżerami może narastać, ponieważ osoby zarządzające mają motywację do tego, by doprowadzić do rozwoju przedsiębiorstwa poza jego optymalny rozmiar³⁸. Zwiększenie rozmiaru spółki związane jest z powiększeniem kapitału, którym zarządzają menedżerowie, co prowadzi do umocnienia ich pozycji i władzy w spółce. Wzrost wielkości przedsiębiorstwa prowadzi także do wzrostu wynagrodzenia kadry kierowniczej, gdyż najczęściej zmiany w wynagrodzeniu są pozytywnie związane ze wzrostem sprzedaży.

Oprócz konfliktu agencji na linii menedżer – akcjonariusz wyróżnia się także konflikty pomiędzy akcjonariuszem większościowym, a akcjonariuszami mniejszościowymi,

³⁷ J. Szapiel, *Problemy agencji dotyczące kapitału a wynagrodzenia menedżerów w spółkach giełdowych*, w: S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 156 – 157.

³⁸ M. C. Jensen, *Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, "American Economic Review", vol. 76, no. 2, 1986, s. 323.

oraz między akcjonariuszami, a pozostałymi interesariuszami. Jeżeli celem akcjonariuszy większościowych jest maksymalizacja wartości spółki, prowadzi to do redukcji kosztów agencji wynikających z rozproszenia własności. Taki akcjonariusz ma możliwości oraz motywację do efektywnego monitorowania decyzji kierownictwa. Koszty podejmowania działań dyscyplinujących są z reguły niższe od kosztów wyjścia ze spółki. Ten typ inwestora nie może sprzedać swoich udziałów bez narażenia się na poważne straty, jako że sprzedaż większej ilości akcji prowadzi z reguły do obniżenia ich ceny³⁹. W związku z tym troska o wyniki spółki staje się dla niego koniecznością.

W sytuacji wysokiej koncentracji własności w spółce problemem jest występowanie rozbieżności interesów dominujących i mniejszościowych akcjonariuszy. Stwarza to zagrożenie w postaci nieefektywnej eksploatacji i redystrybucji zasobów spółek przez inwestorów większościowych. Akcjonariusz z kontrolnym pakietem akcji, posiadając inne cele niż akcjonariusze mniejszościowi, może próbować wykorzystać swoją pozycję, by maksymalizować własne cele kosztem pozostałych inwestorów. Taki inwestor między innymi może wymuszać na menedżerach podejmowanie bardziej ryzykownych decyzji, bądź działań, których korzyści będą osiągane kosztem powiększania zadłużenia spółki, przekazywać zasoby przedsiębiorstwa do innych spółek, w których także posiada kontrolne pakiety akcji. Jest to tak zwane „tunelowanie”, definiowane jako jakiegokolwiek działanie podjęte w celu przeniesienia zasobów z przedsiębiorstwa na dominującego bądź większościowego właściciela⁴⁰. Zatem niższe koszty agencji związane z kierownictwem spółki będą równoważone wyższymi kosztami agencji związanymi z wywłaszczeniem⁴¹.

Drugi rodzaj konfliktu, między akcjonariuszami i pozostałymi interesariuszami, związany jest z różnymi oczekiwaniami co do sposobu, w jaki przedsiębiorstwo będzie zarządzane. Akcjonariusze dążą do maksymalizacji wartości spółki. Ten cel można osiągnąć między innymi poprzez redukcję kosztów, restrukturyzację (co wiąże się najczęściej ze zwolnieniami), wzrost cen produktów, co zapewni im duże zyski dzięki rosnącym cenom akcji. Działania mające na celu rozwój przedsiębiorstwa często stoją w sprzeczności z interesami pozostałych interesariuszy (pracowników, klientów, dostawców, społeczności lokalnej).

³⁹ K. Postrach, *Problemy nadzoru w spółkach z dominującym inwestorem*, w: S. Rudolf (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 140.

⁴⁰ V. Krivogorsky, F. G. Burton, *Dominant owners and performance of Continental European Firms*, „Journal of International Accounting Research”, 11 (1), 2012, s. 191 - 221.

⁴¹ R. Chirinko et. al., *Investor protections and concentrated ownership assessing corporate control mechanisms in the Netherlands*, „German Economic Review”, vol. 5, no. 2, 2002, s. 129 – 130.

Pryncypał decydując się na zatrudnienie agenta do prowadzenia spółki w jego imieniu powinien mieć świadomość, że będzie musiał ponieść koszty agencji. W ramach tych kosztów można wyróżnić wydatki na monitoring, wydatki mające na celu zintegrowanie menedżera z przedsiębiorstwem oraz tak zwaną „stratę rezydualną”. Monitorowanie działań agenta związane jest z minimalizowaniem ryzyka prowadzenia spółki niezgodnie z interesem akcjonariuszy. Druga grupa kosztów, podobnie jak monitoring, ma na celu ograniczenie możliwości pojawienia się działań menedżerów niezgodnych z interesem właścicieli. Polega on na zobowiązaniu kadry kierowniczej do przygotowywania raportów uwzględniających podjęte działania oraz osiągnięte wyniki. Ostatni rodzaj kosztów związany jest z rozbieżnościami między decyzjami agenta i tymi decyzjami, które powinny maksymalizować wartość dla pryncypała. Strata rezydualna rozumiana jest tu jako zmniejszenie zysku akcjonariusza, które jest rezultatem tej rozbieżności.

Koszty agencji mające zapewnić, że menedżerowie maksymalizują wartość dla akcjonariuszy, są zazwyczaj większe w międzynarodowych korporacjach, niż w przedsiębiorstwach krajowych⁴². Międzynarodowe korporacje, posiadając filie prowadzące działalność w różnych krajach, mogą doświadczać większych kosztów agencji, gdyż trudniej jest monitorować działania menedżerów w zagranicznych filiach. Kadry kierownicze zarządzają spółkami w warunkach różnych kultur korporacyjnych, co sprawia, że nie zawsze bezwzględnie realizują cele postawione im przez spółkę – matkę. Poziom kosztów agencji w takich przypadkach zależeć będzie od stylu zarządzania korporacją. Scentralizowany styl zarządzania może redukować koszty agencji, ponieważ pozwala menedżerom spółki dominującej kontrolować zagraniczne spółki zależne, co ogranicza siłę ich menedżerów⁴³. Negatywnym skutkiem takiego stylu zarządzania mogą być niekorzystne dla poszczególnych filii decyzje podejmowane przez menedżerów spółki dominującej, którzy są gorzej poinformowani o sytuacji spółek zależnych, niż ich menedżerowie. Zdecentralizowany styl zarządzania natomiast może powodować wyższe koszty agencji w sytuacji, gdy menedżerowie w spółkach zależnych podejmują decyzje, które nie koncentrują się na maksymalizacji wartości całej korporacji.

Aby zwiększyć szanse, że menedżerowie będą podejmować najlepsze możliwe działania, akcjonariusze muszą zapewnić odpowiednie bodźce mające zachęcić kadry kierownicze do zachowań zgodnych z celami właścicieli kapitału. Oznacza to, że trzeba

⁴² M. Raj, M. Abdul – Malik, *Does ownership structure influence agency cost? Evidence from UK*, “Journal of Corporate Ownership and Control”, Vol. 4, No.3, spring 2007, 303-312.

⁴³ Ibidem, s. 4.

dążyć do zapewnienia, by kultura organizacji oraz wszelkie inne zmienne będące pod kontrolą właścicieli, np. odpowiednie wynagrodzenie, minimalizowały niewłaściwe zachowania menedżerów⁴⁴.

W tabeli 1.2. przedstawiono najważniejsze cechy teorii agencji. Zawarte w niej informacje tworzą podsumowanie przedstawionej teorii, wyjaśniającej potrzebę istnienia nadzoru korporacyjnego.

Tabela 1.2. Charakterystyka teorii agencji

Kluczowa idea	Relacja pryncypał – agent powinna odzwierciedlać sprawną organizację informacji i koszty nastawienia na ryzyko
Jednostka analizy	Kontakt pomiędzy pryncypałem i agentem
Założenia dotyczące cech osobowościowych agenta	<ul style="list-style-type: none"> • Własny interes (postawa egoistyczna) • Ograniczona racjonalność • Awersja do ryzyka
Założenia dotyczące organizacji	<ul style="list-style-type: none"> • Konflikt częściowych celów wśród uczestników • Wydajność jako kryterium efektywności • Asymetria informacji pomiędzy pryncypałem i agentem
Założenia dotyczące informacji	Informacja jako towar dostępny w sprzedaży
Problemy kontraktowe	<ul style="list-style-type: none"> • Agencyjne (pokusa nadużycia i negatywna selekcja) • Podział ryzyka
Domena problemu	Związek, w którym pryncypał i agent mają częściowo różne cele (np. wynagrodzenie, regulacje, przywództwo, zarządzanie, integracja pionowa) i nastawienie do ryzyka

Źródło: K. M. Eisenhardt, *Agency Theory...*, op. cit., s. 59.

Jak widać, można wyróżnić siedem podstawowych obszarów charakterystycznych dla teorii agencji, a mianowicie kluczową ideę, jednostkę analizy, założenia dotyczące cech osobowościowych agenta, założenia dotyczące organizacji, założenia dotyczące informacji, problemy kontraktowe oraz główną domenę problemu. Istotą przedstawionej teorii jest konflikt między pryncypałem i agentem pogłębiający się przez różne nastawienie do ryzyka obu stron, a także różne problemy (pokusa nadużycia, negatywna selekcja) wynikające z podpisania kontraktu, który może nie uwzględnić wszystkich sytuacji, jakie mogą pojawić się w przyszłości.

1.2.3. Mechanizmy łagodzenia konfliktu interesów

Kadra kierownicza otrzymując uprawnienia decyzyjne od pryncypała bierze na siebie obowiązek prowadzenia działalności w sposób mający zapewnić osiągnięcie maksymalnego zwrotu dla akcjonariuszy. Jednak to przekazanie uprawnień może prowadzić do oportunistu

⁴⁴ M. C. Jensen, *Self – interest, altruism, incentives, & agency theory*, “Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 7, no. 2, 1994, s. 40 - 45.

menedżerów i powstania kosztów agencji. Poziom tych kosztów zależęć będzie od tego, z jaką łatwością menedżerowie mogą realizować własne cele zamiast celów akcjonariuszy. Teoria agencji opisuje mechanizmy nadzoru, których podstawowym zadaniem jest rozwiązywanie problemu agenta. Wyróżnić tu można mechanizmy zewnętrzne i wewnętrzne.

1.2.3.1. Mechanizmy zewnętrzne

Do zewnętrznych mechanizmów nadzoru zalicza się rynek kontroli korporacji (transakcje fuzji i przejęć, rynek kapitałowy), rynki produktów i czynników produkcji, a także rynek talentów menedżerskich.

Rynek kontroli nad korporacjami działa poprzez transakcje fuzji i przejęć. Fundamentalną przesłanką decydującą o funkcjonowaniu tego mechanizmu jest występowanie silnej dodatniej korelacji między efektywnością zarządzania spółkami, a rynkową wyceną ich wartości⁴⁵. Ceny akcji pokazują zdyskontowane przyszłe korzyści, jakie mogą przynieść akcjonariuszom aktywa zgromadzone w spółce. Jeżeli rynkowa wycena akcji jest niższa od tej, która mogłaby wystąpić w sytuacji, kiedy spółka jest bardziej efektywnie zarządzana, stanowi to wystarczający motyw do podjęcia próby przejęcia kontroli nad tymi aktywami⁴⁶. W tym kontekście zmiany własnościowe powinny prowadzić do takiej alokacji zasobów, która umożliwi ich bardziej efektywne wykorzystanie. Rynek przejęć powoduje, że źle zarządzane przedsiębiorstwo staje się łatwym celem dla innych spółek. Przejmujący najczęściej zwalnia dotychczasowych menedżerów, którzy są odpowiedzialni za doprowadzenie przejmowanego przedsiębiorstwa do sytuacji, w której nie było w stanie obronić się przed przejęciem. Stanowi to bodziec dyscyplinujący kadrę zarządzającą do działań zgodnych z długookresowymi celami akcjonariuszy.

Rynek kapitałowy wymusza na kadrze zarządzającej zachowanie sprzyjające poprawie kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Dzięki ciągłej wycenie wartości spółki kurs jej akcji wskazuje aprobatę lub dezaprobatę poczynąń menedżera⁴⁷. Wpływ tego rynku jest szczególnie widoczny w momencie, gdy spółka szuka zewnętrznych źródeł finansowania.

⁴⁵ P. Urbanek, *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, "Zeszyty Naukowe PTE", 9, 2011.

⁴⁶ H. M. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, "Journal of Political Economy", Vol. 73, Issue 2, 1965.

⁴⁷ M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007, s. 68.

Rynki finansowe wymuszają na menedżerach podejmowanie działalności o takim poziomie efektywności, który nie zachęci właścicieli przedsiębiorstwa do sprzedaży jej udziałów.⁴⁸

Kontrolująca funkcja rynku produktów sprowadza się do tego, iż w przypadku rynku dóbr konsumpcyjnych może ona doprowadzić do bankructwa niewłaściwie zarządzanego przedsiębiorstwa, natomiast konkurencja na rynku czynników produkcji ma wpływ na efektywność zarządzania⁴⁹.

Rynek talentów menedżerskich stanowi odzwierciedlenie notowań kadry na jej rynku pracy, co wpływa na poziom uzyskiwanych dochodów i rozwój dalszej kariery zawodowej, a poprzez kształtowanie opinii w środowisku stanowi element dyscyplinujący menedżerów⁵⁰. Rynek pracy menedżerów, poprzez powiązanie osoby zarządzającej i jej działań z sukcesem i porażką przedsiębiorstwa, przekazuje otoczeniu informacje o kompetencjach posiadanych przez menedżera. Menedżer jest jak trener, którego obecna posada nie zależy od bieżących wyników drużyny, ale każdy sukces i porażka wpływa na to, czy zostanie on na swoim stanowisku w następnym sezonie. Tak samo bieżące wyniki spółki w znacznie większym stopniu wpływają na poziom wynagrodzenia kadry kierowniczej w przyszłych latach niż w okresie bieżącym⁵¹. Dodatkowo, wszyscy menedżerowie poniżej najwyższego szczebla, mają interes w tym, by kadra kierownicza najwyższego szczebla podejmowała decyzje, które zapewnią wzrost wartości spółki, dzięki czemu przedsiębiorstwo wysyła pozytywne sygnały na rynek pracy menedżerów o całym kierownictwie, zarówno wyższego, jak i niższego szczebla.

Mechanizmy zewnętrzne nie zostały opisane w sposób szczegółowy, ponieważ w dalszych rozważaniach autorka koncentruje uwagę na mechanizmach wewnętrznych, które są związane z przedmiotem rozprawy.

1.2.3.2. Mechanizm kontraktowy

Istota mechanizmu kontraktowego polega na zawarciu porozumienia między pryncypałem i agentem, które określa sposób wykorzystania funduszy powierzonych przedsiębiorstwu oraz rozdysponowania korzyści między właścicielami i menedżerów⁵².

⁴⁸ M. Tyrańska, *Nadzór właścicielski w kontekście rozwoju przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe MSWE w Toruniu”, nr 3, 2000, s. 106.

⁴⁹ M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance...*, op. cit., s. 69.

⁵⁰ Ibidem, s. 69.

⁵¹ E. F. Fama, *Agency problems and the theory of the firm*, „The Journal of Political Economy”, vol. 88, no. 2, 1980, s. 292.

⁵² P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, op. cit., s. 54.

Kontrakt zawarty pomiędzy pryncypałem i agentem winien określać zasady i wytyczne działania menedżerów, charakter ich relacji z akcjonariuszami oraz zakres odpowiedzialności⁵³. Ważne jest, by agent efektywnie zarządzał przedsiębiorstwem, a także przedkładał interes spółki i jej właścicieli nad własne korzyści. Kontrakt powinien także regulować zasady dotyczące przepływu informacji (jej kształtu i zakresu) między akcjonariuszami i menedżerami. Kontrakt może przyjmować dwie formy: jawną (jej podstawę stanowią regulacje prawne) i domyślną (realizowane są na podstawie reguł nieformalnych). Bez względu na to, który typ kontraktu zostanie wybrany przez strony umowy, jeżeli będzie on odnosił się do długiego horyzontu czasowego, to może spowodować problemy z jego realizacją (mogą pojawić się nieprzewidziane w kontrakcie zdarzenia).

Z punktu widzenia właściciela kapitału oraz realizacji jego celów, najlepszym rozwiązaniem byłoby podpisanie kontraktu kompletnego. Zawierałby on wytyczne dla menedżera co do sposobów postępowania z powierzonym mu kapitałem spółki oraz określałby, co robić z wypracowanym zyskiem. Kontrakt taki eliminowałby jednak wszelką elastyczność we wzajemnych stosunkach stron, ograniczałby też swobodny przepływ informacji, gdyż jedna ze stron kontraktu mogłaby je wykorzystać na niekorzyść drugiej⁵⁴.

W praktyce zawierane są zatem kontrakty niekompletne, które uwzględniają możliwość wystąpienia zdarzeń, które nie są przewidziane w kontrakcie. Hart⁵⁵ przedstawia trzy przyczyny, z powodu których pryncypał i agent mają tendencję do podpisywania kontraktów niekompletnych⁵⁶:

- po pierwsze, ludziom trudno jest myśleć z wyprzedzeniem i planować wszystkie możliwe ewentualności;
- po drugie, trudno jest stronom kontraktu efektywnie negocjować, szczególnie kiedy wcześniejsze doświadczenie może nie być pomocnym przewodnikiem;
- po trzecie, trudno jest, aby planować napisanie kontraktu w taki sposób, by organy zewnętrzne, takie jak sąd, były w stanie interpretować i egzekwować umowę.

Istotnym elementem, jaki musi zawierać kontrakt niekompletny, jest to, która strona kontraktu ma prawo podejmować decyzje w przypadku zdarzeń nieprzewidzianych

⁵³ S. Lachiewicz, *Źródła i sfery konfliktów w relacjach zarząd – akcjonariusze i rada nadzorcza w świetle teorii agencji*, w: S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 89.

⁵⁴ B. Groblewska, *Teoria kontraktów a proces zarządzania przedsiębiorstwem – wybrane problemy*, w: S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 70.

⁵⁵ O. Hart, *Corporate governance: some theory and implications*, "The Economic Journal", vol. 105, issue 430, 1995, s. 678 - 689.

⁵⁶ R. Wearing, *Cases in corporate governance*, SAGE Publications, London 2005, s. 7.

w momencie podpisywania umowy (rezydualne uprawnienia decyzyjne). W teorii uprawnienia te mogą być w rękach pryncypała. Nie posiada on jednak ani odpowiednich kompetencji i kwalifikacji, ani wystarczających informacji, by mógł podejmować tego typu decyzje. Z tego właśnie powodu znaczna część rezydualnych uprawnień decyzyjnych znajduje się w rękach menedżerów. Taka sytuacja może jednak prowadzić do nieefektywnych zachowań agenta, gdyż wysiłki menedżera, związane ze wzrostem wartości przedsiębiorstwa i powiększenia jego zysków, nie przynoszą mu korzyści w postaci prawa do roszczeń rezydualnych, gdyż te znajdują się w rękach akcjonariuszy.

Rozwiązaniem tego typu problemów mogą być długoterminowe kontrakty motywacyjne oparte na wynikach. Mogą one skłonić menedżerów do działań zgodnych z interesem inwestorów, bez potrzeby użycia monitoringu, bądź innych instrumentów nadzoru. Tego typu kontrakty mogą być jednak kosztowne, w przypadku, gdy osobiste korzyści menedżerów są wysokie oraz występuje dolna granica wynagrodzeń dla kadry kierowniczej w przypadku wystąpienia gorszych okresów⁵⁷. Aby ten rodzaj kontraktu był możliwy do realizacji część wskaźników pomiaru wyników spółki, które są silnie skorelowane z jakością decyzji menedżera, musi być możliwa do weryfikacji w sądzie. Kontrakty motywacyjne mogą przybierać różne formy: udziału w kapitale akcyjnym, opcji na akcje czy też zwolnienia w przypadku niezadowolających wyników przedsiębiorstwa. Optymalny kontrakt motywacyjny jest determinowany przez koszty transferu ryzyka na menedżera, istotność podejmowanych przez agenta decyzji oraz jego zdolność do wypłacania akcjonariuszom roszczeń rezydualnych. W przypadku podziału ryzyka, korzystne dla pryncypała jest, by całe ryzyko ponosił agent. Dzięki temu zachowanie menedżera powinno być zgodne z preferencjami właściciela kapitału. Może to jednak powodować, że decyzje agenta będą cechować się awersją do ryzyka. W związku z tym optymalne kontrakty powinny stanowić swoisty bilans między zyskami wynikającymi z bodźców motywacyjnych, a stratami spowodowanymi nadmierną awersją do ryzyka⁵⁸.

Innym przykładem kontraktów są kontrakty rozliczające agenta na podstawie podejmowanych działań. Ich wadą jest to, iż są one narażone na subiektywność oceny. Kontrakty te mogą być skuteczne w przypadku, gdy pryncypał określi w nich, w jaki sposób menedżer powinien się zachowywać, jakie działania podejmować. Tego typu kontrakty stosuje się w sytuacjach, gdy nie da się w długim horyzoncie czasu określić efektów, jakie

⁵⁷ A. Shleifer, R. W. Vishny, *A survey of...*, op. cit., s. 12.

⁵⁸ P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, op. cit., s. 55.

zadowolają właściciela, a także kiedy występujący między pryncypałem i agentem konflikt interesów jest niewielki.

Tworząc kontrakt, bez względu na to, czy miałby on charakter kompletny lub niekompletny, należy pamiętać, że powinien być on oparty na wynikach, lub też określony według podejmowanych przez agenta działań. Należy uwzględnić w nim takie elementy jak⁵⁹:

- programowalność zadań – jest pozytywnie skorelowana z wykorzystaniem wynagrodzenia opartego na określonym zachowaniu (*behavior based compensation*) i negatywnie związana z wynagrodzeniem opartym na wynikach (*outcome based compensation*);
- długość relacji agent – pryncypał – określona także jako długość związku agencji, jest pozytywnie skorelowana z wykorzystaniem wynagrodzenia opartego na określonym zachowaniu. Dłuższe relacje agenta i pryncypała pozwalają temu drugiemu na lepsze poznanie i lepszy monitoring postępowania menedżera;
- różnica w horyzoncie czasowym oraz postrzeganiu czasu w spółce wynika z faktu, iż menedżer koncentruje się na swojej kadencji w spółce, natomiast dla akcjonariusza horyzont czasowy jest nieograniczony;
- swoboda decyzyjna (*managerial discretion*) – oznacza to obszar, w którym mogą poruszać się menedżerowie w procesie podejmowania decyzji, optymalny kontrakt winien dopasować obszar decyzyjny do wysokości płacy – znaczna swoboda decyzyjna oznacza duży możliwy wpływ menedżera na wyniki przedsiębiorstwa.

Z mechanizmem kontraktowym wiąże się podstawowy problem. W jego konstruowaniu uczestniczy menedżer, który może w dużym stopniu kontrolować zapisy zawarte w kontrakcie. Problem ten pojawia się w szczególności, gdy umowy te negocjowane są ze słabo zmotywowaną radą spółki, zamiast z przedstawicielami akcjonariuszy większościowych. W takiej sytuacji menedżer może negocjować dla siebie kontrakty zapewniające mu osiągnięcie dodatkowych korzyści, dzięki wiedzy na temat możliwych wzrostów ceny akcji w najbliższej przyszłości bądź manipulacją wartościami księgowymi (tzw. kreatywna księgowość) i polityką inwestycyjną.

⁵⁹ M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance...*, op. cit., s. 160.

1.2.3.3. Bezpośredni monitoring

Drugi z mechanizmów wewnętrznych służących do minimalizowania kosztów agencji i problemów związanych z oddzieleniem własności od kontroli, związany jest z utworzeniem systemu informacyjnego, którego podstawowym zadaniem jest monitorowanie zachowania agenta. Tworzenie systemu monitorowania działalności spółki wiąże się z zapewnieniem odpowiedniego dostępu akcjonariuszy do źródeł informacji na temat funkcjonowania przedsiębiorstwa⁶⁰. Ograniczenie asymetrii informacji poprzez monitorowanie kierownictwa może być bardzo kosztowne dla pojedynczego inwestora. Całkowite koszty zbierania informacji mogą być zredukowane, jeśli system ten wprowadzony zostanie w celu zapewnienia odpowiednich informacji dla wszystkich akcjonariuszy. Wśród jego elementów można wymienić: raporty finansowe zbadane przez niezależnego audytora, procedury budżetowania, radę dyrektorów czy też dodatkowe osoby (przedstawiciele akcjonariuszy) zasiadające w zarządzie, mające powstrzymać agentów przed podejmowaniem oportunistycznych działań. Oceniając efektywność tego mechanizmu należy zwrócić uwagę na dwa podstawowe aspekty: strukturę własności oraz skład rady spółki⁶¹.

W przypadku struktury własności należy rozważyć dwie sytuacje: własność rozproszoną i skoncentrowaną. W momencie, gdy akcje spółki są w posiadaniu wielu inwestorów, czyli każdy z akcjonariuszy ma w swoim portfelu inwestycyjnym niewielką ilość akcji, koszty związane z monitorowaniem działalności korporacji są znaczne. Taka sytuacja sprawia, że inwestorzy nie mają motywacji do aktywnych postaw i niechętnie podchodzą do możliwości nadzorowania działań podejmowanych przez menedżerów. Powodem biernej postawy akcjonariuszy w nadzorowaniu kadry zarządzającej jest między innymi problem tak zwanej „jazdy na gapę”. Oznacza to, że występują oczekiwania, iż jedna osoba (pojedynczy inwestor) poniesie wszystkie koszty związane z monitorowaniem działań menedżerów, zaś z rezultatów jego wysiłków będą korzystać wszyscy inni mimo, że nie wnieśli żadnego wkładu. Innym powodem niewielkiej aktywności rozproszonego akcjonariatu jest możliwość sprzedaży posiadanych przez akcjonariuszy akcji spółki, bez narażania się na straty spowodowane znacznym spadkiem ceny akcji. W przypadku, gdy inwestorzy odkrywają, że wartość przyszłego strumienia zysku dla innych przedsiębiorstw jest wyższa niż wartość dla ich spółki, mogą skorzystać z przysługującego im prawa sprzedaży⁶². W takiej sytuacji, jedną

⁶⁰ S. Lachiewicz, *Źródła i sfery konfliktów...*, op. cit., s. 89.

⁶¹ P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, op. cit., s. 57.

⁶² M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm...*, op. cit.

z możliwości na wzmocnienie monitoringu w przedsiębiorstwie jest zaangażowanie się inwestorów instytucjonalnych. Inwestorzy ci, poprzez wieloletnie doświadczenie i posiadanie pakietów akcji w wielu spółkach (za sprawą przeniesienia na nich przez inwestorów indywidualnych swoich praw), mają większe możliwości w monitorowaniu menedżerów.

W warunkach skoncentrowanej własności, występuje jeden akcjonariusz, który posiada większościowy pakiet akcji. Uważa się, że ponieważ inwestor dominujący ma duże udziały kapitałowe przez dłuższy okres czasu, może mieć większą motywację do monitorowania efektywności menedżerów lub do zarządzania spółką samodzielnie (będąc jednocześnie właścicielem i menedżerem)⁶³. Akcjonariusz z kontrolnym pakietem akcji może mieć dostęp do wszystkich informacji dotyczących działalności przedsiębiorstwa i wyników przez niego osiąganych, do których nie ma dostępu większość interesariuszy.

Rada spółki również wpływa na efektywność procesu monitorowania menedżerów. Możliwość wykorzystania wynagrodzenia opartego na wynikach przedsiębiorstwa spada, gdy rada zapewnia, by zarząd przedstawiał rozbudowane raporty o spółce. Ponieważ zachowanie kierownictwa w takim wypadku jest lepiej znane, wynagrodzenie oparte na wiedzy o zachowaniu menedżera wydaje się być bardziej odpowiednie. Osoby zarządzające wynagradzane byłyby wtedy za podejmowanie działań zgodnych z oczekiwaniami akcjonariuszy, których efekty mogłyby być niezadowolające. Wynika to z faktu, iż na wyniki spółki mają także wpływ czynniki zewnętrzne, które są niezależne od kadry kierowniczej. Dodatkową korzyścią aktywnej rady jest to, że menedżerowie najwyższego szczebla angażowaliby się w działania, zgodne z celami inwestorów. Przykładowo zachowanie typu szantaż akcyjny (*greenmail*), czy też umieszczanie w kontrakcie klauzuli o wynagrodzeniu w postaci złotych spadochronów, byłyby mniej prawdopodobne, kiedy rada spółki monitoruje menedżerów w interesie inwestorów⁶⁴. Szczególne znaczenie w efektywnym procesie monitorowania mają takie kwestie, jak: skład rady spółki, poglądy, kwalifikacje i doświadczenie członków rady, wpływ naczelnego kierownictwa na dobór osób zasiadających w radzie, relacje występujące między zarządem a radą⁶⁵.

W przypadku składu rady, istotne jest jaka jej część to dyrektorzy wewnętrzni, a jaka zewnętrzni. Przewaga dyrektorów zewnętrznych w radzie spółki może spowodować, że będą oni w stanie monitorować wszelkie egoistyczne działania menedżerów, dzięki czemu będą

⁶³ V. Krivogorsky, F. G. Burton, *Dominant owners ...*, op. cit., s. 191 - 221.

⁶⁴ K. M. Eisenhardt, *Agency Theory...*, op. cit., s. 65.

⁶⁵ P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, op. cit., s. 57 – 58.

minimalizować koszty agencji⁶⁶. Dyrektorzy wewnętrzni, którzy są bezpośrednio związani z przedsiębiorstwem (obecni lub byli pracownicy spółki) mimo, iż znają specyfikę działalności spółki i mają dostęp do wszystkich informacji, mogą nie być zainteresowani efektywnym monitorowaniem działań menedżerów. Zewnętrzni członkowie rady dyrektorów, muszą się opierać jedynie na obserwacji wyników przedsiębiorstwa i analizie ogólnodostępnych informacji. Jednakże ze względu na brak bezpośrednich powiązań ze spółką, są bardziej zmotywowani do nadzorowania poczynąń kadry kierowniczej.

Dodatkowo w radzie powinni zasiadać także tzw. członkowie niezależni, którzy poprzez brak związków z przedsiębiorstwem i jego interesariuszami kierują się dobrem spółki, dzięki czemu oportunistyczne zachowania menedżerów zostają zminimalizowane⁶⁷. Właściwa kooperacja wewnętrznych i zewnętrznych członków rady (w tym niezależnych) zwiększa efektywność procesu monitorowania działalności spółki⁶⁸.

Oceniając efektywność monitorowania działalności menedżerów należy brać pod uwagę także inne kwestie. W momencie, gdy rada spółki ma zbyt mały zakres kontroli, menedżerowie, nie czując presji z ich strony na podejmowanie działań maksymalizujących wartość przedsiębiorstwa, mogą skupiać się na realizacji własnych celów, które niekoniecznie są zbieżne z celami właścicieli. Z drugiej strony, zbyt duży zakres kontroli ze strony rady spółki, zwłaszcza mającej postać formalnych raportów, będzie skłaniać menedżerów do podejmowania działań kreujących biurokratyczną sprawozdawczość, której podstawowym celem będzie uzyskanie pozytywnej opinii rady⁶⁹.

Rada nie powinna być postrzegana jedynie jako instytucja odpowiedzialna za nadzór nad poczynaniami menedżerów. Oprócz zatwierdzania i kontroli decyzji podjętych przez kadrę kierowniczą, rada powinna zapewnić doradztwo i wskazówki dla kierownictwa, w celu osiągnięcia i utrzymania wysokiego poziomu efektywności⁷⁰. W celu poprawy skuteczności monitorowania powinna także brać aktywny udział w procesie tworzenia strategii. Zaangażowanie rady może obejmować takie elementy jak: tworzenie misji korporacji

⁶⁶ G. C. Kiel, G. J. Nicholson, *Board composition and corporate performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance*, 5th International Conference on Corporate Governance and Direction, October 2003, s. 12.

⁶⁷ A. Wiczorek, *Niezależność członków rady nadzorczej na przykładzie polskich banków publicznych*, w: P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 322.

⁶⁸ P. Urbanek, *Ewolucja funkcji rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych*, w: S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 181.

⁶⁹ P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, op. cit., s. 58.

⁷⁰ D. M. Brennan, "Fiduciary capitalism", the "Political model of Corporate Governance" and the prospect of stakeholder capitalism in the US, "Review of Radical Political Economics", vol. 37, no. 1, 2005, s. 39 - 62 .

(definiowanie koncepcji biznesu, identyfikacja nowych możliwości, określenie długookresowych celów strategicznych), formułowanie strategii (ocena słabych i silnych stron, ocena prognoz i założeń dotyczących otoczenia, współtworzenie opinii strategicznych), implementacja strategii (określanie standardów służących do oceny stopnia realizacji strategii, ocena efektywności ekonomicznej)⁷¹.

1.3. Teoria agencji a inne teoretyczne ujęcia nadzoru korporacyjnego

Oprócz teorii agencji istnieją inne, alternatywne teorie wykorzystywane do opisu zjawisk składających się na *corporate governance*. Jedną z nich jest teoria interesariuszy (*stakeholder theory*). Zakłada ona, że celem korporacji jest osiągnięcie równowagi pomiędzy sprzecznymi, konfliktowymi celami, do jakich dążą grupy interesów związane z działalnością korporacji⁷². Zatem menedżerowie podejmując kluczowe dla spółki decyzje powinni brać pod uwagę nie tylko dobro akcjonariuszy, ale także pozostałych interesariuszy. Interesariusz rozumiany jest tu jako „każda grupa lub jednostka, która może wpływać lub podlegać wpływowi realizowanych przez przedsiębiorstwo celów”⁷³. W przypadku tej teorii, podobnie jak w teorii agencji, pojawia się konflikt interesów, ograniczona racjonalność, a także nastawienie jednostek na realizację własnych interesów. Podstawową różnicą między teorią interesariuszy i teorią agencji jest to, iż w pierwszej z nich menedżerowie muszą brać pod uwagę cele wszystkich grup interesów związanych z przedsiębiorstwem, to znaczy akcjonariuszy, pracowników, dostawców, rządu, społeczności lokalnej. W teorii agencji zaś, agent powinien dbać przede wszystkim o realizację interesów właścicieli kapitału.

Inną teorią jest teoria kosztów transakcyjnych (*transaction cost theory*). Mówi ona o tym, że transakcja staje się podstawową jednostką analizy, a większość problemów można bezpośrednio wyrazić za pomocą kontraktowania. Teoria kosztów transakcyjnych odrzuca założenia braku kosztów transakcyjnych, charakterystyczne dla rynku doskonałego i koncentruje się na analizie niedoskonałości rynku⁷⁴. Pod pojęciem kosztów transakcyjnych należy rozumieć koszty ponoszone przez kupującego, ale niestanowiące korzyści dla sprzedawcy lub koszty ponoszone przez sprzedawcę, ale niestanowiące korzyści dla

⁷¹ P. Urbanek, *Ewolucja funkcji rad...*, op. cit., s. 183.

⁷² P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, op. cit., s. 44.

⁷³ H. Abdullah, B. Valentine, *Fundamental and ethics theories of corporate governance*, “Middle Eastern Finance and Economics”, Issue 4, 2009, s. 91.

⁷⁴ M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance...*, op. cit., s. 33.

kupującego⁷⁵. Teoretycznym rozwiązaniem pojawiającego się w tej teorii dylematu decyzyjnego (wybór jednej z dwóch alternatywnych koncepcji zarządzania – koordynacji hierarchicznej lub rynkowej) jest twierdzenie Coase’a, zgodnie z którym, jeżeli koszty koordynacji rynkowej są większe niż koszty koordynacji hierarchicznej tworzenie firmy na rynku jest ekonomicznie uzasadnione, jeżeli natomiast koszty koordynacji rynkowej są mniejsze lub równe kosztom koordynacji hierarchicznej nie ma ekonomicznego uzasadnienia dla tworzenia firmy⁷⁶. Teoria kosztów transakcyjnych, podobnie do teorii agencji, zakłada nastawienie jednostek na realizację własnych celów oraz ograniczoną racjonalność, a także występowanie kontraktów opartych na zachowaniu i możliwość występowania oportunistycznych postaw stron kontraktów.

Obie teorie odróżnia to, iż w teorii agencji uwaga koncentruje się na analizie motywacji zachowań, ze szczególnym uwzględnieniem aspektów *ex ante* kontraktów. Dotyczy to zwłaszcza tzw. kosztów agencji. W drugiej teorii analiza skupia się na transakcjach i kosztach występujących w różnych strukturach regulacji. Badaniu podlegają przede wszystkim aspekty *ex post* transakcji.

Teoria przypadku (*contingency theory*) jest podejściem do badań zachowań organizacyjnych, w których podane są wyjaśnienia, w jaki sposób czynniki, takie jak technologia, kultura i środowisko zewnętrzne wpływają na kształt i funkcjonowanie organizacji. Założeniem teorii przypadku jest to, iż nie ma jednego rodzaju struktury organizacyjnej, która jest w równym stopniu stosowana przez wszystkie korporacje. Raczej efektywność przedsiębiorstwa zależy od dopasowania typu technologii, środowiska, zmienności, wielkości korporacji, cechy struktury organizacyjnej i jej systemu informacyjnego⁷⁷. Teoria przypadku jest podobna do teorii agencji pod tym względem, iż zakłada ograniczoną racjonalność indywidualnych jednostek oraz asymetrię informacji występującą między podmiotami związanymi z korporacją (np. menedżerami, akcjonariuszami, pracownikami). Główna różnica między tymi dwoma teoriami jest taka, że teoria przypadku przykłada dużą wagę do relacji optymalnej struktury sprawozdawczości i odpowiedzialności za podejmowane decyzje, teoria agencji zaś dotyczy związku optymalnej struktury kontroli wynikającej z tej sprawozdawczości i wzorów podejmowania decyzji⁷⁸.

⁷⁵ R. Kissell, *The Expanded Implementation Shortfall: “ Understanding Transaction Cost Components”*, “The Journal of Trading”, vol. 1, no. 3, 2006, s. 6 - 16.

⁷⁶ P. Urbanek, *Outsourcing w procesie restrukturyzacji przedsiębiorstwa w świetle teorii kosztów transakcyjnych*, „Gospodarka Narodowa”, 4 (236), Rok LXXX/XXI, kwiecień 2011, s. 71.

⁷⁷ J. Islam, H. Hu, *A review of literature on contingency theory in managerial accounting*, “African Journal of Business Management”, vol. 6 (15), April 2012, s. 5159.

⁷⁸ K. M. Eisenhardt, *Agency Theory...*, op. cit., s. 63.

Teoria polityczna (*political theory*) zakłada, że duże znaczenie ma ustawodawstwo, które w określony sposób uprzywilejowuje grupy tworzące władze korporacji, gra idzie bowiem o alokację różnych korzyści, jakich może dostarczyć korporacja (władza, przywileje, zyski)⁷⁹. Korzyści jakie mogą osiągnąć poszczególni interesariusze wynikają zatem z rządowych decyzji. Wynika z tego, iż polityczny model nadzoru korporacyjnego może mieć istotny wpływ na rozwój nadzoru⁸⁰. Porównując model polityczny do teorii agencji można zauważyć pewne podobieństwa i różnice. W obu przypadkach jednym z podstawowych założeń jest nastawienie indywidualnych jednostek na realizację własnych celów oraz występowanie konfliktu interesów na szczeblu organizacyjnym. Zarówno w teorii politycznej, jak i teorii agencji mamy do czynienia z asymetrią informacji. Podstawową różnicą rozróżniającą obie teorie jest to, iż w przypadku teorii politycznej główne konflikty rozwiązywane są poprzez negocjacje i koalicje. W przypadku zaś teorii agencji konflikty rozwiązywane są za pomocą mechanizmów kontraktowych i bezpośredniego monitoringu⁸¹.

Teoria instytucjonalna (organizacyjna; *institutional/organizational theory*) koncentruje się na tym, jak organizacje reagują na różnego rodzaju naciski instytucjonalne oraz jak siły obecne w samej organizacji wpływają na podejmowanie przez nią konkretnych decyzji⁸². Innymi słowy pozycja kierownictwa w stosunku do rady spółki, czy też wynagrodzenie poszczególnych członków zarządu są wynikiem ścierania się różnych sił w organizacji⁸³. W teorii instytucjonalnej, podobnie jak w przypadku teorii agencji, występują skryształizowane cele dotyczące zachowania w stosunku do warunków umowy. Podstawową różnicą w obu tych teoriach zaś jest różne nastawienie do ryzyka pryncypała i agenta, a także niepewność wyników, występujące w teorii agencji⁸⁴.

Teoria stewarda (*stewardship theory*) zakłada, że nie ma konfliktu interesów między menedżerami i właścicielami (zintegrowanie celów pryncypała i agenta), a także, że prężnie działająca korporacja wymaga struktury, pozwalającej osiągnąć najbardziej efektywną koordynację⁸⁵. Zwraca ona szczególną uwagę na wewnętrzną motywację kadry kierowniczej do prowadzenia przedsiębiorstwa zgodnie z celami akcjonariuszy. Takie zachowanie menedżerów wynika z ich poczucia odpowiedzialności, zaangażowania, a także chęci

⁷⁹ K. A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny...*, op. cit., s. 41.

⁸⁰ H. Abdullah, B. Valentine, *Fundamental and ethics...*, op. cit., s. 93.

⁸¹ K. M. Eisenhardt, *Agency Theory...*, op. cit., s. 63.

⁸² M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance...*, op. cit., s. 29.

⁸³ Ibidem, s. 29.

⁸⁴ K. M. Eisenhardt, *Agency Theory...*, op. cit., s. 64.

⁸⁵ V. Dulewicz, P. Herbert, *Does the composition and practice of board of directors bear any relationship to the performance of their companies?*, "Corporate Governance: An International Review", vol. 12, no. 3, July 2004, s. 263.

zmierzenia się z wyzwaniem. Wystarczy zatem, by menedżerowie otrzymywali wynagrodzenie na satysfakcjonującym poziomie, gdyż kadra kierownicza jest zadowolona i zmotywowana, gdy spółka osiąga sukces. Dodatkowo teoria stewarda rekomenduje, by dyrektor naczelny (*CEO*) był jednocześnie przewodniczącym rady (*chairman of the board*), dzięki czemu zostaną zminimalizowane koszty agencji⁸⁶. Jak widać teoria ta jest przeciwieństwem teorii agencji i trudno jest dopatrzeć się wspólnych cech tych teorii.

Tabela 1.3. Teoria agencji a inne teoretyczne ujęcia nadzoru korporacyjnego

Założenia	1*	2*	3*	4*	5*	6*	7*
Nastawienie na realizację własnego celu	X	X	X		X		
Konflikt interesów	X	X	X		X		
Ograniczona racjonalność	X	X	X	X		X	
Asymetria informacji	X	X	X	X			
Awersja do ryzyka	X	X					
Prymat efektywności	X	X	X	X		X	X
Informacja jako towar	X	X					

*1 – Teoria agencji; 2 – Teoria interesariuszy; 3 – Teoria kosztów transakcyjnych; 4 – Teoria przypadku; 5 – Teoria polityczna; 6 – Teoria instytucjonalna; 7 – Teoria stewarda.

Źródło: opracowanie własne na podstawie K. M. Eisenhardt, *Agency Theory...*, op. cit., s. 63.

Podsumowanie najważniejszych cech zaprezentowanych teorii zawiera tabela 1.3. Jak widać, najbardziej zbieżna do teorii agencji jest teoria interesariuszy, która kładzie nacisk na realizację celów wszystkich interesariuszy, nie tylko akcjonariuszy. Teoria stewarda natomiast stoi w całkowitej sprzeczności do teorii agencji zakładając, że nie występuje konflikt interesów między pryncypałem i agentem. Przyglądając się cechom charakterystycznym wszystkich teorii warto zwrócić uwagę na fakt, że wspólną cechą tych teorii (poza teorią polityczną) jest prymat efektywności, który występuje w każdej z nich.

1.4. Polityka wynagradzania a mechanizm kontraktowy

1.4.1. Kontrakt oparty na wynikach

Teoria agencji zakłada, że w sytuacji gdy zarówno agent, jak i pryncypał dążą do maksymalizacji swoich celów, istnieją poważne podstawy do tego, aby sądzić, iż postępowanie agenta nie zawsze będzie zbieżne z interesem pryncypała⁸⁷. Jedną z możliwości zminimalizowania takiego działania menedżera jest wykorzystanie mechanizmu

⁸⁶ M. Lowry, K. J. Murphy, *Executive stock options and IPO underpricing*, July 2006, <http://ssrn.com/abstract=745684>, s. 23.

⁸⁷ J. Szapiel, *Problemy agencji...*, op. cit., s. 156.

kontraktowego. Ze względu na to, iż nie da się przewidzieć wszystkich okoliczności jakie mogą wystąpić w przyszłości, najczęściej podpisywane są kontrakty niekompletne.

Najlepszym motywatorem kadry kierowniczej do ograniczenia działania nastawionego na realizację własnych interesów jest czynnik finansowy. W związku z tym, we współczesnych przedsiębiorstwach kontrakty niekompletne wykorzystywane są przy ustalaniu wynagrodzeń menedżerów. Poprzez określenie struktury wynagrodzenia i powiązanie jej z wybranymi wskaźnikami, a także odpowiednią alokację ryzyka pomiędzy właścicielami kapitału i kadra zarządzającą, kontrakty te są w stanie zminimalizować pojawiające się w spółce konflikty interesów.

Kontrakt jest to umowa między dwoma stronami, która zawiera ustalenia dotyczące ich obowiązków oraz wynagrodzenia za świadczone usługi. W przedsiębiorstwach kadra kierownicza otrzymuje dużą swobodę działania, dzięki czemu może swobodnie zarządzać spółką. Między innymi z tego właśnie powodu menedżerowi stawiane są wysokie wymagania, gdyż to właśnie od niego, jako profesjonalisty, oczekuje się dużego zaangażowania w rozwój przedsiębiorstwa (przez swoją pracę), wniesienia nowych wartości i sposobów na zarządzanie, takich jak własne zasady, skuteczne formy motywowania pracowników, kontrakty z kontrahentami i potencjalnymi klientami⁸⁸. Ponieważ to od kadry kierowniczej w głównej mierze zależy to, czy spółka będzie się rozwijać i kreować wartość dla akcjonariuszy, istotne jest, by wynagrodzenie określone w kontrakcie było powiązane z wynikami ekonomicznymi przedsiębiorstwa. W wyniku tego typu zapisów znajdujących się w umowie, menedżer będzie rozliczany nie tylko za złe wykonanie powierzonych mu obowiązków, ale także za brak widocznych rezultatów jego działań.

Wynagrodzenie kadry kierowniczej najczęściej złożone jest z części stałej, premii, wynagrodzenia długoterminowego, wynagrodzenia opartego na własności, a także różnego rodzaju świadczeń. Wynagrodzenie podstawowe odzwierciedla złożoność i odpowiedzialność danego stanowiska⁸⁹. Ta część wynagrodzenia pełni funkcję zabezpieczenia przed ewentualnym niewypłaceniem części zmiennej, w związku z czym nie powinna być powiązana z wynikami osiąganymi przez przedsiębiorstwo. Należy jednak pamiętać, że

⁸⁸ L. Kozioł, *Kontrakty menedżerskie jako narzędzie nadzoru i motywowania kierownictwa*, w: M. Jerzemowska (red.), *Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2011, s. 477.

⁸⁹ S. Green, *Sarbanes – Oxley and the board of directors. Techniques and best practices for corporate governance*, John Wiley & Sons, New Jersey 2005, s. 82.

wynagrodzenie podstawowe nie może stanowić znacznej części całkowitego wynagrodzenia. Tego typu płaca może nieść ze sobą pewne ryzyko⁹⁰:

- substytucja aktywów – kiedy wynagrodzenie menedżera zawiera stałą część wynagrodzenia, która zależy tylko od wypłacalności korporacji, menedżerowie będą chcieli zredukować wariancję przepływów pieniężnych, ponieważ ich oczekiwana wypłata rośnie, natomiast ryzyko przepływów pieniężnych i prawdopodobieństwo niewykonania zobowiązań maleją;
- nadmierna retencja – menedżerowie wynagradzani przy pomocy stałej części wynagrodzenia mają motywację, by zachowywać środki finansowe w ramach przedsiębiorstwa, co zwiększy pokrycie ich wynagrodzenia stałego;
- zbyt małe lewarowanie – menedżerowie wynagradzani przy pomocy stałej części wynagrodzenia mają motywację, by zmniejszać dług i inne stałe wierzytelności wobec przedsiębiorstwa, nawet kiedy taka redukcja negatywnie wpływa na wartość spółki.

Pozostała część wynagrodzenia menedżera powinna zależeć od wyników ekonomicznych osiągniętych przez przedsiębiorstwo. Oznacza to, że kadra kierownicza otrzyma wysokie premie, gdy spółka dobrze prosperuje. Powiązanie wynagrodzenia z wynikami ma także swoje słabe strony. Przykładowo menedżerowie przez stosowanie kreatywnej księgowości (jak miało to miejsce w takich korporacjach jak Enron, WorldCom) mogą sztucznie poprawiać wyniki spółki co zagwarantuje im wysokie premie. Rozwiązaniem negatywnych skutków tego typu wynagrodzenia byłoby, gdyby menedżerowie posiadali znaczny pakiet akcji spółki. Wtedy część zmienna ich wynagrodzenia byłaby mniej wrażliwa na wyniki osiągnięte przez przedsiębiorstwo, w porównaniu do wynagrodzenia menedżerów posiadających niewielką liczbę akcji spółki⁹¹. Wynika to z faktu, iż posiadając znaczny pakiet akcji menedżerom bardziej będzie zależeć na dochodach w postaci dywidend lub też ze sprzedaży akcji, niż na samym wynagrodzeniu, gdyż korzyści pieniężne z tych pierwszych będą znacznie większe.

Określając część zmienną wynagrodzenia kadry kierowniczej należy powiązać ją z wynikami przedsiębiorstwa. Nasuwa się zatem pytanie: jakie wyniki ekonomiczne powinno się brać pod uwagę? Mogłoby się wydawać, iż najkorzystniejsze dla akcjonariuszy jest motywowanie menedżerów poprzez powiązanie ich wynagrodzenia z zyskiem netto. Jednakże miernik ten może nieść ze sobą ryzyko oddzielenia interesów inwestorów i celów

⁹⁰ M. C. Jensen, C. W. Smith Jr, *Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory*, 1985, <http://ssrn.com/abstract=173461>, s. 12.

⁹¹ M. C. Jensen, K. J. Murphy, *CEO incentives – it's not how much you pay, but how*, "Harvard Business Review", No. 3, May – June 1990, s. 138 - 153.

przedsiębiorstwa, gdyż bezwzględna maksymalizacja zysku netto może prowadzić do obniżenia produktywności majątku. Taka sytuacja może zahamować rozwój spółki m.in. przez brak nowych inwestycji. W związku z tym wynagrodzenie kadry kierowniczej nie powinno być bezpośrednio oparte na mierniku zysku netto, ale na mierniku ściśle zintegrowanym z celem przedsiębiorstwa. Dzięki takim wskaźnikom mogą pojawić się działania, które zintegrują przedsiębiorstwo z podmiotami z jego otoczenia, co zmniejszy ryzyko bankructwa spowodowanego czynnikami zewnętrznymi.

Zwraca się także uwagę na to, iż przy określaniu wynagrodzenia menedżerów, oprócz wyników powinno się brać pod uwagę także inne sygnały płynące z oceny działalności kadry kierowniczej. Pomiar wyników spółki w porównaniu do wyników osiągniętych przez inne przedsiębiorstwa z tego samego sektora bądź rynku częściowo izoluje menedżerów z danego sektora⁹².

W praktyce wyróżnia się wiele typów programów menedżerskich uzależniających poziom wynagrodzenia od wyników faktycznie osiągniętych przez kadrę zarządzającą⁹³:

- plany opcji na akcje (*stock option plans*) – umożliwiają kadrze zarządzającej zakup w danych czasie określonej liczby akcji po wcześniej ustalonej cenie, która zazwyczaj odpowiada wartości rynkowej w czasie, kiedy opcje są przyznawane. Funkcja motywacyjna polega na tym, iż jeśli menedżerowie zapewnią wzrost kursów akcji, mogą sprzedać przyznane im akcje po wyższej cenie. Wówczas realizują oni zyski równe różnicy kursów akcji. Najczęściej menedżerowie otrzymują opcje z dziesięcioletnim terminem, które można realizować po upływie 3 – 5 lat. Prawa do opcji nie są transferowalne, więc zanikają w przypadku zwolnienia czy rezygnacji menedżera. Nie mają wpływu na poziom wynagrodzenia oraz nie podlegają odliczeniom od podatku;
- prawa aprecjacji akcji (*stock appreciation rights, SAR*) – są zazwyczaj dołączane do opcji na akcje i pozwalają na sprzedaż akcji dla realizacji zysku;
- akcje z ograniczonym prawem sprzedaży (*restricted stock*) – menedżerowie otrzymują akcje zwykłe, na które jest nałożone ograniczenie czasowe ich sprzedaży, a także klauzula wycofania w przypadku odejścia menedżera. Akcje te mają wpływ na poziom wynagrodzenia, podlegają także odliczeniom od podatku;
- programy motywacyjne (*performance plans*) – obejmują zazwyczaj okres od 3 do 6 lat funkcjonowania przedsiębiorstwa i przyznają specjalne premie menedżerom, którym

⁹² R. Gibbons, K. J. Murphy, *Relative performance evaluation for Chief Executive Officers*, Working Paper No. 532, August 1989, s. 1 - 2.

⁹³ M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance ...*, op. cit., s. 155 - 156.

udało się osiągnąć określone wyniki finansowe (oparte głównie na wskaźnikach księgowych) w danym czasie.

Wybierając mierniki, odzwierciedlające wyniki osiągnięte przez przedsiębiorstwo, od których uzależnia się część zmienną wynagrodzenia menedżerów, należy się zastanowić, czy mierniki te powinny reprezentować wyniki krótkookresowe, czy też długoterminowe. Wyniki krótkoterminowe mogą motywować menedżerów do działań nastawionych na osiągnięcie wysokich zysków w krótkim okresie czasu, co gwarantuje im ponadprzeciętne wynagrodzenie. Rezultaty w dłuższym horyzoncie czasu takiego postępowania mogą być niekorzystne dla spółki i przyczynić się do pogorszenia jej pozycji na rynku. W związku z tym wydaje się, iż wybór wyników długookresowych jest lepszym posunięciem. Po pierwsze, motywuje to menedżerów do działań sprzyjających realizacji długookresowych celów spółki, co zapewni stały rozwój przedsiębiorstwa. Po drugie, ten typ wyników eliminuje ryzyko niewypłacenia części zmiennej wynagrodzenia kadrze kierowniczej spowodowanej złymi wynikami spółki w danym roku obrotowym, wynikającymi ze zdarzeń losowych, czy też czynników zewnętrznych, na które menedżerowie nie mieli wpływu. Dodatkowo ten rodzaj wynagrodzenia sprzyja zintegrowaniu celów akcjonariuszy i kadry zarządzającej. Oprócz wielu zalet, powiązanie części zmiennej wynagrodzenia z wynikami długookresowymi, ma także swoje wady. Menedżerowie chcąc zapewnić stabilny, zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa, przy podejmowaniu kluczowych decyzji, mogą wykazywać większą niż zazwyczaj awersję do ryzyka i wybierać inwestycje pewne nieprzynoszące jednak zadowalających zysków, które mogą negatywnie odbić się na samym przedsiębiorstwie.

1.4.2. Struktura wynagrodzenia a alokacja ryzyka

Konflikt interesów pomiędzy pryncypałem i agentem wzmocniony jest przez różne nastawienie do ryzyka obu stron. Akcjonariusze cechują się niewielką awersją w stosunku do ryzyka. Wynika to z faktu, iż chcąc osiągnąć jak największe korzyści świadomie inwestują swój kapitał w bardziej ryzykowne przedsięwzięcie jakim są akcje. Maksymalizację swoich korzyści mogą zrealizować dzięki bardziej ryzykownym inwestycjom podejmowanym przez kadrę kierowniczą, które mogą przynieść ponadprzeciętne zyski. Aby zminimalizować związane z tym ryzyko inwestorzy nie koncentrują kapitału w akcje jednej spółki, lecz dywersyfikują go. Poprzez dywersyfikację portfela aktywów, straty spowodowane nieudaną

inwestycją jednej spółki są rekompensowane poprzez udane inwestycje innych przedsiębiorstw. Menedżerowie zaś charakteryzują się awersją do ryzyka. Oznacza to, że preferują inwestycje pewniejsze, przynoszące jednak mniejsze korzyści akcjonariuszom i samej spółce. Wynika to z faktu, iż w przeciwieństwie do akcjonariuszy, menedżerowie swoje aktywa koncentrują w przedsiębiorstwie, w którym pracują.

Konstruując kontrakt dotyczący wynagrodzenia kadry kierowniczej istotną kwestią pozostaje zatem podział ryzyka związanego z realizacją przez menedżerów powierzonych im zadań. Istnieją dwie podstawowe zasady dotyczące tego podziału. Pierwsza z nich obciąża stronę, która w większym stopniu sprawuje kontrolę nad danym zasobem. Druga natomiast mówi, że jeśli obie strony sprawują tę kontrolę w jednakowym stopniu (bądź nie sprawują jej wcale), ryzykiem obciąża się tę stronę, dla której jego ponoszenie związane jest z mniejszym kosztem⁹⁴.

Akcjonariusze preferują przeniesienie całego ryzyka na kadrę kierowniczą. Dzięki takiemu zabiegowi mogą być pewni, że menedżerowie zachowują się zgodnie z ich preferencjami. Jednakże, jeśli ryzyko jest zbyt wysokie, decyzje kadry zarządzającej cechuje zbytnia awersja do ryzyka⁹⁵. Dodatkowo występowanie czynników egzogenicznych, takich jak: polityka rządu, ogólny klimat ekonomiczny, działania konkurentów, zmiany technologiczne, mogą prowadzić do niekontrolowanych zmian w wynikach⁹⁶. W związku z tym optymalny kontrakt powinien uwzględniać nastawienie do ryzyka zarówno menedżerów, jak i akcjonariuszy. Kadra kierownicza jest w stanie zaakceptować wyższe ryzyko tylko wtedy, gdy ma zagwarantowaną ochronę własnych interesów. W praktyce oznacza to znaczny odsetek części stałej w całkowitym wynagrodzeniu, która jest niezależna od wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwo.

1.4.3. Pomiar wyników ekonomicznych

Aby polityka wynagradzania osiągnęła cel, który jest na nią nałożony, ważne jest, by wynagrodzenie menedżerów było powiązane z wynikami osiąganymi przez przedsiębiorstwo. Niezwykle istotną kwestią, która musi być rozstrzygnięta przy badaniu związku zachodzącego

⁹⁴ B. Groblewska, *Teoria kontraktów...*, op. cit., s. 71.

⁹⁵ P. Urbanek, *Wynagrodzenia menedżerów z perspektywy menedżerskiej i neoklasycznej teorii przedsiębiorstwa*, w: S. Rudolf (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006, s. 313.

⁹⁶ P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, op. cit., s. 55.

między efektywnością a wynagrodzeniami, jest sposób pomiaru efektywności⁹⁷. Spółki najczęściej wybierają wskaźniki rachunkowe, rynkowe i ekonomiczne. Niestety tego typu kryteria oceny nie są pozbawione wad.

Spółki uzależniając wynagrodzenie menedżerów od wyników przez nią osiągniętych najczęściej wykorzystują wskaźniki rachunkowe, to znaczy zysk przypadający na jedną akcję, stopę zwrotu z kapitału własnego (ROE), stopę zwrotu z aktywów (ROA). Mimo łatwości w użyciu, a także braku problemów w uzyskaniu danych niezbędnych do ich obliczenia, mają one wady. Nie uwzględniają bowiem skali działania przedsiębiorstwa, ani możliwości efektywniejszego wykorzystania kapitałów własnych⁹⁸. Dodatkowo można nimi manipulować poprzez na przykład zmniejszenie wydatków na badania i rozwój, ograniczenie nakładów na reklamę czy też poszerzenie skali działalności za pomocą przejęć.

Z punktu widzenia inwestorów, znacznie lepszymi miernikami wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwo są zarówno mierniki ekonomiczne, jak i rynkowe. Ich plusem jest to, iż menedżerowie mimo, że są w stanie nimi manipulować, to mogą to robić w znacznie mniejszym zakresie w porównaniu do mierników księgowych, gdyż poziom tych mierników w dużym stopniu zależy od czynników, na które nie mają wpływu. Ekonomiczna wartość dodana (EVA) jest kategorią zysku ekonomicznego, jaką przedsiębiorstwo osiąga w okresie, po uwzględnieniu konieczności pokrycia pewnej marży wynikającej z kosztu zainwestowanego kapitału⁹⁹. Model wartości dodanej dla akcjonariuszy (SVA) natomiast jest to wartość przedsiębiorstwa pomniejszona o rynkową wartość zadłużenia. Wartość przedsiębiorstwa zaś jest równa zdyskontowanym przepływom pieniężnym powiększonym o aktywa nieoperacyjne i nadające się do sprzedaży papiery wartościowe¹⁰⁰.

Polityka tworzenia wartości dla akcjonariuszy polega na ocenie wartości ekonomicznej inwestycji w oparciu o prognozowane przepływy gotówki zdyskontowane kosztem kapitału¹⁰¹. Przepływy środków pieniężnych z kolei rozumiane są jako suma wartości rezydualnej spółki i wzrostu wartości rynkowej akcji. Głównym celem zarządzania przez wartość jest jego maksymalizacja. Jest to możliwe poprzez systematyczne generowanie

⁹⁷ P. Urbanek, *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 66.

⁹⁸ J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*, op. cit., s. 100.

⁹⁹ M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG – Press, Warszawa 2001, s. 103 – 104.

¹⁰⁰ R. A. Morin, S. L. Jarrell, *Driving shareholder value. Value – building techniques for creating shareholder wealth*, The McGraw – Hill Companies, USA 2001, s. 321.

¹⁰¹ A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG – Press, Warszawa 1999, s. 37.

takich wzrostów wartości, które będą prowadzić do osiągnięcia przez inwestorów przynajmniej minimalnej wymaganej stopy zwrotu oraz tworzenia wartości dodanej¹⁰².

Żadne wskaźniki nie są idealne, dlatego aby ograniczyć zniekształcanie przez nich informacji należy stosować je łącznie. W przypadku wskaźników rynkowych i rachunkowych wzrost ich wartości informacyjnej może być wyjaśniony za pomocą trzech hipotez¹⁰³:

- hipoteza bezpośredniej motywacji – jest oparta na założeniu, że rachunkowe wskaźniki efektywności dostarczają dodatkowych informacji o działaniach podejmowanych przez menedżerów w stosunku do wskaźników rynkowych;
- hipoteza filtra – zakłada, że szum informacyjny zawarty we wskaźnikach rachunkowych jest skorelowany z szumem we wskaźnikach rynkowych. Łączne stosowanie tych kryteriów umożliwia właścicielom częściowe przefiltrowanie informacji zawartej w miernikach rynkowych;
- hipoteza alokacji wysiłków – wskaźniki rachunkowe obejmują tylko część działań podejmowanych przez menedżerów, natomiast we wskaźnikach rynkowych zawarta jest informacja o skutkach wszystkich działań. Wykorzystanie wskaźników rachunkowych umożliwia wprowadzenie bodźców motywacyjnych ukierunkowujących menedżerów na konkretne działania.

Wartość poznawcza ocen dokonywanych przez rady mogłaby wzrosnąć w sytuacji, gdy do mierników obiektywnych zostałyby dołączone oceny subiektywne (styl pracy, zarządzanie personelem, tworzenie przyjaznego środowiska pracy, kreowanie pozytywnego image'u spółki itp.)¹⁰⁴. Nie są one jednak popularne zarówno wśród rad spółek, jaki kierownictwa. Wynika to z faktu, iż mierniki te są bardziej konfliktogenne i wymagają atmosfery wzajemnego zaufania, która jest trudna do osiągnięcia, gdyż menedżerowie nie mogą mieć pewności, że zostaną ocenieni we właściwy sposób.

1.5. Podsumowanie

Podstawowym zadaniem nadzoru korporacyjnego jest monitorowanie działań kadry kierowniczej, a także rozliczanie jej z powierzonych zadań. *Corporate governance* ma także zapewnić, by akcjonariusze otrzymali nagrodę za wniesiony wkład w przedsiębiorstwo. Konieczność nadzorowania zarządu wynika z faktu, iż menedżerowie, mając taką możliwość,

¹⁰² M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość...*, op. cit., s. 93.

¹⁰³ P. Urbanek, *Wynagrodzenia zarządu...*, op. cit., s. 68.

¹⁰⁴ Ibidem, s. 68.

podejmując kluczowe decyzje będą kierować się swoim interesem, który nie zawsze jest zgodny z celami akcjonariuszy. Taka sytuacja prowadzi do pojawienia się konfliktu interesów, który dodatkowo pogłębia różne nastawienie do ryzyka akcjonariuszy (wysoka skłonność do ryzyka) i menedżerów (awersja do ryzyka), a także asymetria informacji.

Jednym z narzędzi nadzoru korporacyjnego, mającego na celu złagodzenie konfliktu interesów, jest mechanizm kontraktowy. Polega on na podpisaniu przez obie strony kontraktu, w którym zapisane zostaną obowiązki nałożone na agenta, a także wynagrodzenie, które otrzyma w zamian za wypełnianie powierzonych mu zadań. Mechanizm kontraktowy najczęściej wykorzystywany jest przy ustalaniu polityki wynagradzania kadry kierowniczej. Przy jego tworzeniu należy jednak pamiętać o dwóch rzeczach. Po pierwsze, struktura wynagrodzenia powinna zachęcać menedżerów, którzy charakteryzują się awersją do ryzyka, do podejmowania bardziej ryzykownych decyzji, mogących zapewnić akcjonariuszom ponadprzeciętne zyski. Oznacza to, że część wynagrodzenia menedżera powinna być niezależna od wyników osiągniętych przez spółkę. Po drugie zaś, wynagrodzenie powinno motywować kadrę kierowniczą do realizacji długookresowych celów spółki, co przełoży się na poprawę wyników ekonomicznych i rynkowych przedsiębiorstwa. Wynagrodzenie zatem musi zawierać także część zmienną, w tym zmienną odroczoną, która ma za zadanie zmotywować kadrę kierowniczą do patrzenia na spółkę w długiej perspektywie czasu.

Rozdział 2

Wpływ kryzysu gospodarczego na politykę wynagradzania kadry kierowniczej

2.1. Skandale korporacyjne z początków XXI wieku a nadzór korporacyjny

Przełom XX i XXI wieku zostanie zapamiętany jako okres, w którym ujawniono wiele skandali korporacyjnych. Spektakularne przykłady nadużyć, korupcji, bankructw, oportunistów menedżerów wykorzystujących swoje pozycje ze szkodą dla akcjonariuszy, interesariuszy i spółek stały się dowodem braku odpowiedniego nadzoru ze strony władz spółek, regulatorów rynku, a także samego państwa. Spowodowało to spadek społecznego zaufania do korporacji i rynków kapitałowych, a także ukazały niedoskonałości standardów nadzoru korporacyjnego, które nie zapobiegły nieuczciwości kadry kierowniczej najwyższego szczebla.

Niska efektywność nadzoru korporacyjnego była jednym z czynników, które przyczyniły się do pojawienia się na tak szeroką skalę przestępstw korporacyjnych. Kadra kierownicza najwyższego szczebla nadużywała swojej pozycji, a także wykorzystywała zasoby korporacji niezgodnie z ich przeznaczeniem tak, by maksymalizować swoje własne korzyści kosztem spółek i akcjonariuszy. Do tego celu stosowała zarówno mechanizmy znane organom regulacyjnym (np. piramida finansowa), jak i zupełnie nowe (np. „kreatywna księgowość”). Metody te okazały się na tyle skuteczne w zaspokajaniu nadmiernych ambicji i chciwości menedżerów, że warto przyjrzeć się bliżej praktykom stosowanym w korporacjach.

Pierwszą grupą mechanizmów stosowanych przez kadry kierownicze było fałszowanie sprawozdań finansowych, zwane „kreatywną księgowością”. Zjawisko to polega na manipulowaniu danymi w sprawozdaniach finansowych w taki sposób, by spółka w swoich raportach wykazywała zyski bądź też pokazywała mniejsze ryzyko. Tylko od stycznia do marca 2002 roku 64 spółki w Stanach Zjednoczonych zostały oskarżone o fałszowanie sprawozdań finansowych¹⁰⁵. W przypadku Global Crossing inwestorzy zostali zachęcani korzystnymi raportami, które nie uwzględniały faktu, iż kable światłowodowe

¹⁰⁵ *Czarne dni Wall Street*, <http://www.przegląd-tygodnik.pl/pl/artykul/czarne-dni-wall-street>; stan na dzień 04.06.2013.

nie sprzedawały się tak dobrze, jak zakładano¹⁰⁶. Korporacja WorldCom nieprawidłowo zaksięgowiała prawie 4 miliardy dolarów (wydatki bieżące zaksięgowiała jako inwestycje kapitałowe). Dzięki temu zabiegowi w 2001 roku zamiast ponieść stratę, mogła zanotować 1,38 miliarda zysku netto. Nieprawidłowości w sprawozdaniach Xeroxa sięgały 5 lat. Audyt przeprowadzony przez Amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) ujawnił plany kierownictwa zmierzające do odpisania około 3 miliardów dolarów od zysku w ciągu 4 lat, co mogłoby zrekompensować nieprawidłowości z poprzedniego okresu¹⁰⁷. Jednakże najbardziej znane przykłady wykorzystania „kreatywnej księgowości” stosowane były w korporacjach Enron i Tyco. Spółki te manipulowały danymi księgowymi oraz transferowały zadłużenie korporacji do tak zwanych spółek specjalnego przeznaczenia (*special purpose entity*, SPE)¹⁰⁸. SPE zakładano w taki sposób (zgodnie z wymogami dotyczącymi zaangażowania kapitałowego), by korporacje nie musiały włączać ich do swoich skonsolidowanych sprawozdań finansowych. Takie działania były zgodne z prawem, choć korporacje często naginały przepisy dla własnych korzyści. Enron dokonywał także działań nielegalnych, na przykład spółki specjalnego przeznaczenia były przejmowane przez poszczególnych pracowników korporacji, jako ich prywatne spółki¹⁰⁹.

Drugim typem nadużyć było nierzetelne badanie sprawozdań finansowych przez firmy audytorskie. Gdyby audytorzy sumiennie wykonywali swoje obowiązki, nie doszłoby do tylu nadużyć ze strony menedżerów, gdyż nieprawidłowości w raportach spółek byłyby wykrywane od razu po ich pojawieniu. Grant Thornton (GT) była firmą audytorską korporacji Parmalat od 1990 roku do pierwszej połowy 1999 roku. Zgodnie z włoskim prawem firma audytorska może być zatrudniania przez spółkę najdłużej przez 9 lat z rzędu. Po tym czasie przedsiębiorstwo jest zobowiązane zmienić audytora. W obawie przed odkryciem manipulacji w sprawozdaniach finansowych Parmalatu, M. Bianchi i L. Penca (audytorzy Grant Thornton) wykorzystując sieć powiązań GT stworzyli nową „tarczę”, niesławną firmę Bonlat, która została uwierzytelniona przez Grant Thornton – miała ona działać jako rewident wtórny korporacji Parmalat, a nowy rewident działałby jako rewident główny¹¹⁰. W momencie, gdyby główny rewident nie był zbyt wymagający, firma Bonlat mogłaby zostać użyta jako

¹⁰⁶ 10 największych bankructw wszech czasów, <http://www.pb.pl/1268987,94930,10-najwiekszych-bankructw-wszech-czasow>; stan na dzień 04.06.2013.

¹⁰⁷ Xerox zgubił 2 mld USD, <http://biznes.interia.pl/news/xerox-zgubil-2-mld-usd,277108>; stan na dzień 04.06.2013.

¹⁰⁸ M. Aluchna, *Oszustwa korporacyjne korporacyjne (część I). Geneza, skala i zagrożenia*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Zeszyt Naukowy 86, 2008, s. 64.

¹⁰⁹ Ibidem, s. 67.

¹¹⁰ G. Ferrarini, P. Giudici, *Financial scandals and the role of private enforcement: the Parmalat case*, “Law Working Paper”, no. 40/2005, May 2005, s. 24.

„kosz na śmieci” (*a waste basket*), który pozostawałby poza bezpośrednią kontrolą głównego rewidenta.

N. Temple (adwokat firmy Arthur Andersen) poradziła właścicielom firmy Andersen i jej pracownikom, by zastosowali istniejące w spółce procedury dotyczące przechowywania dokumentów i zniszczyli wszystkie materiały (łącznie z mailami i nagraniami na pocztę głosowej) związane z korporacją Enron. Odbył się to w czasie, gdy Komisja Papierów Wartościowych (*Securities and Exchange Commission*, SEC) prowadziła już dochodzenie w sprawie Enronu. Ujawniono, że Enron tylko w 2000 roku zapłacił Andersenowi 25 milionów dolarów z tytułu audytu oraz 27 milionów dolarów z tytułu usług consultingowych, co mogło rzutować na bezstronność audytora¹¹¹.

Inną metodą wykorzystywaną przez menedżerów na wzbogacenie się kosztem innych było tak zwane „*insider trading*”, czyli przeprowadzanie transakcji papierami wartościowymi przy wykorzystaniu poufnych informacji, niedostępnych dla opinii publicznej. Osoby zarządzające sztucznie windowały ceny akcji, by następnie sprzedać je z zyskiem (*pump and dump schemes*). Można tu podać przykład kierownictwa DMN Capital Investments, które w 2000 roku zostało oskarżone o manipulowanie cenami akcji oraz defraudację ponad 500 milionów dolarów kosztem tysięcy inwestorów. Menedżerowie Enronu wykorzystując manipulacje podbijali kursy akcji, a następnie sprzedawali je, zanim ceny akcji spadną.

Szczególnie naganną praktyką stosowaną przez kadry kierownicze korporacji zamieszanych w największe skandale korporacyjne była prowadzona przez spółki polityka wynagradzania kadry kierowniczej. Poziom wynagrodzenia czołowych menedżerów wzrósł 25-krotnie w porównaniu do początku lat 90-tych XX wieku. W reakcji na te zjawiska SEC zobowiązała spółki publiczne do ujawniania wynagrodzenia dla czterech najlepiej opłacanych menedżerów w publikowanych przez nie raportach finansowych. Wydawało się, że ten przepis pozwoli zmniejszyć poziom wynagrodzenia kadry zarządzającej, który w ostatnich latach gwałtownie wzrósł. Niestety skutek tych działań był odwrotny. Wynagrodzenie menedżerów najwyższego szczebla okazało się jeszcze wyższe. Kierownictwa przedsiębiorstw uważały, iż skoro poziom ich wynagrodzenia jest jawny, to nie jest przestępstwem dawanie sobie podwyżek¹¹². W ciągu trzech lat poprzedzających bankructwa kadra kierownicza 25 korporacji amerykańskich uzyskała z tytułu pensji i wpływów ze sprzedaży akcji około 3,3 miliarda dolarów. K. Lay, przewodniczący rady oraz prezes w Enronie, w 2000 roku otrzymał wynagrodzenie w wysokości 140 milionów dolarów

¹¹¹ M. Aluchna, *Oszustwa...*, op. cit., s. 68.

¹¹² *Czarne dni Wall Street...*, op. cit.

(w przeciągu 3 lat od 1999 roku 247 milionów dolarów), które było 10-krotnie wyższe niż przeciętne wynagrodzenie prezesów w spółkach notowanych na Nowojorskiej Giełdzie Papierów Wartościowych¹¹³. G. Winnick z Global Crossing, rekordzista wśród „baronów bankructwa”, jak ich nazywa „*Financial Times*”, w ciągu 3 lat od 1999 roku zarobił aż 512 milionów dolarów, z czego 2,8 miliona dolarów pochodziło z pensji i premii, reszta zaś ze sprzedaży akcji¹¹⁴. D. Kozłowski, były dyrektor koncernu Tyco, w okresie 1999 – 2001 zarobił 97 milionów dolarów. W 2002 roku B. Ebbers i S. Sullivan (prezes i dyrektor ds. finansowych WorldComu) otrzymali wynagrodzenie w wysokości po 10 milionów dolarów każdy. Dodatkowo każdy z nich posiadał taką liczbę akcji, która pozwoliłaby im zarobić dziesiątki milionów w postaci dodatkowego wynagrodzenia, jeśli cena akcji poszłaby w górę nawet w krótkim okresie czasu¹¹⁵. Wynagrodzenie gotówkowe otrzymywane przez kierownictwo WorldComu nie należało do najwyższych, jednakże należy wziąć pod uwagę fakt, iż prezes WorldComu – B. Ebbers – otrzymał od spółki pożyczkę w wysokości 408 milionów dolarów na pokrycie kredytów, które zostały zabezpieczone przez radę spółki. Pożyczka ta była oprocentowana poniżej średniej krajowej¹¹⁶.

„Bohaterowie” skandali korporacyjnych, poza czterema mechanizmami opisanymi powyżej, stosowali także inne praktyki. Korporacje takie jak Enron, Aldephia, Tyco, czy też Computer Associates wykorzystywały praktykę antydatowania opcji na akcje (*option – grant* „*backdating*”). Praktyka ta polegała na fałszowaniu zapisów spółki tak, że opcje przyznane w danym dniu były zgłaszane jako przyznane w terminie wcześniejszym, kiedy cena akcji była zwykle niska. W szczególności opcje, które zostały zgłoszone jako przyznane z ceną wykonania równą aktualnej cenie rynkowej były w rzeczywistości przyznane po cenie wykonania poniżej ceny rynkowej w dniu faktycznego przyznania¹¹⁷.

W przypadku WorldCom, przyczyną upadku tej korporacji były nie tylko manipulacje księgowe, ale także strategia wybrana przez jej prezesa – B. Ebbersa, która polegała na ciągłym powiększaniu rozmiarów przedsiębiorstwa za pomocą fuzji i przejęć. Dodatkowo Ebbers i pozostali menedżerowie nie potrafili sobie poradzić z zarządzaniem strukturą kapitału giganta telekomunikacyjnego, jakim stał się WorldCom. Zadłużenie w 2002 roku

¹¹³ A. J. G. Sison, *Corporate governance and ethics. An Aristotelian perspective*, Edward Elgar, Cheltenham 2008, s. 27.

¹¹⁴ Krociowe zyski „baronów bankructwa”, <http://www.wprost.pl/ar/27848/Krociowe-zyski-baronow-bankructwa/>; stan na dzień 04.06.2013.

¹¹⁵ *Restoring Trust – Corporate Governance for the Future of MCI, INC.*, R. C. Breeden, August 2003, s. 83.

¹¹⁶ *WorldCom's bankruptcy crisis*, <http://danielsethics.mgt.unm.edu/pdf/WorldCom%20Case.pdf>, stan na dzień 04.06.2013. Pożyczka ta była nieopłacalna z punktu widzenia spółki i jej akcjonariuszy.

¹¹⁷ M. J. Conyon et. al., *The executive compensation controversy: a transatlantic analysis*, Fondazione Rodolfo de Benedetti, May 2010, s. 7.

urościło do poziomu 30 miliardów dolarów¹¹⁸. H. Blodget, jeden z analityków Investmentbank (Merrill Lynch), oficjalnie zachęcał inwestorów do kupowania akcji, które w rozmowach z kolegami określał jako „beczkę prochu”¹¹⁹. Inny analityk – J. Grubman z firmy Salomon Smith Barney – zachęcał inwestorów do kupna akcji Global Crossing do momentu ogłoszenia bankructwa przedsiębiorstwa w 2002 roku.

Podsumowując praktyki wykorzystywane przez nieuczciwych menedżerów należy zwrócić uwagę na znaczną liczbę czołowych korporacji, w których takie sytuacje miały miejsce. Tabela 2.1. przedstawia przykłady skandali korporacyjnych na przełomie XX i XXI wieku.

Tabela 2.1. Przykłady skandali korporacyjnych z przełomu XX i XXI wieku

rok	nazwa spółki	rodzaj nadużycia
1991	BCCI (Bank of Credit and Commerce International)	<ul style="list-style-type: none"> operacje banku w ponad 60 krajach na całym świecie, wyceniane na 20 miliardów dolarów, które stały się bezwartościowe; falszowanie sprawozdań finansowych
1991	Maxwell	<ul style="list-style-type: none"> manipulacja sprawozdaniami finansowymi, by dać wrażenie, że spółka jest w dobrej kondycji finansowej; nadużycia finansowe
1996	Daiwa Bank	<ul style="list-style-type: none"> ukrywanie nieudanych transakcji na rynku obligacji; sprzedaż obligacji z rachunków Daiwy i falszowanie dokumentacji w aktach banku
2001	Enron	<ul style="list-style-type: none"> antydatowanie opcji na akcje; transferowanie zadłużenia do spółek specjalnego przeznaczenia; kreowanie zysków przez alokację przychodów i kosztów; nadmierne wynagrodzenia kadry kierowniczej najwyższego szczebla
2002	WorldCom	<ul style="list-style-type: none"> nadmierne wynagrodzenia kadry kierowniczej najwyższego szczebla; kreowanie zysku przez aktywację kosztów (traktując je jak inwestycje kapitałowe); pożyczki udzielane kadrze zarządzającej na rażąco niski procent
2002	Allied Irish Bank (AIB) Allfirst (US Subsidiary)	<ul style="list-style-type: none"> dokonywanie transakcji, które doprowadziły do straty prawie 700 milionów dolarów; handel bez nadzoru
2002	Xerox	<ul style="list-style-type: none"> niewłaściwe raportowanie zysków; manipulacje sprawozdaniami finansowymi
2002	Merrill Lynch	<ul style="list-style-type: none"> doradzanie inwestorom kupowanie bezwartościowych akcji, tak by mogły być zabezpieczeniem bankowości inwestycyjnej od zainteresowanych przedsiębiorstw
2002	Global Crossing	<ul style="list-style-type: none"> falszowanie sprawozdań finansowych; nadmierne wynagrodzenia kadry zarządzającej
2002	Tyco	<ul style="list-style-type: none"> nieoprocentowane pożyczki udzielane kadrze

¹¹⁸ P. A. Gaughan, *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*, John Wiley & Sons, New Jersey 2007, s. 516.

¹¹⁹ *Czarne dni Wall Street...*, op. cit.

		zarządzającej; • nieuprawnione sprzedawanie akcji spółki przez kadrę kierowniczą najwyższego szczebla; • nadmierne wynagrodzenia kadry zarządzającej
2002	Arthur Andersen	• niewywiązywanie się z obowiązku audytora poprzez „niezauważane” w sprawozdaniach finansowych takich korporacji jak Enron czy WorldCom manipulacji finansowych; • niszczenie dokumentacji związanej z Enronem (zgodnie z prowadzoną przez spółkę polityką)
2003	Parmalat	• fałszowanie sprawozdań finansowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: G. Ferrarini, P. Giudici, *Financial scandals...*, op. cit.; P. A. Gaughan, *Mergers, acquisitions...*, op. cit.; J. W. Markham, *A financial history of modern U. S. corporate scandals. From Enron to Reform*, M. E. Sharpe, London 2006, s. 3 – 48; A. J. G. Sison, *Corporate governance...*, op. cit.; D. L. Rhode, P. D. Paton, *Lawyers, ethics, and Enron*, Symposium: Enron: Lessons and implications, Autumn 2002, s. 625 – 657; K. H. S. Pickett, *The essential handbook of internal auditing*, John Wiley & Sons, West Sussex 2005, s. 11 – 29; *Czarne dni Wall Street...*, op. cit.; *10 największych bankructw wszech czasów...*, op. cit.; *Xerox zgubił 2 mld USD...*, op. cit.

Przytoczone przykłady wykorzystywania przedsiębiorstw w celu zaspokojenia przez menedżerów swoich własnych ambicji i osiągania korzyści finansowych uwidoczniły niedoskonałości mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Obnażyły one słabość instytucji audytu finansowego wynikająca z niedostatecznego nadzoru ze strony rad spółek, braku odpowiedzialności zarządów za sprawozdawczość finansową oraz stosowanych zabezpieczeń przed dokonywaniem uprzywilejowanych transakcji przez członków władz spółek¹²⁰. Pozytywnym skutkiem tych wszystkich skandali, jeśli w ogóle można o takim mówić, było podjęcie prac mających na celu poprawienie standardu *corporate governance* tak, by jak najlepiej zabezpieczyć interesy spółek i akcjonariuszy.

2.2. Kierunki reformy polityki wynagradzania menedżerów

W reakcji na skalę nieefektywności nadzoru korporacyjnego regulatorzy krajowi i międzynarodowi podejmowali próby wprowadzania reform mających na celu tworzenie nowych i ulepszenie istniejących standardów *corporate governance*. Jednym z obszarów objętych reformą, była polityka wynagradzania kadry kierowniczej. Działania związane z poprawą tego obszaru nadzoru korporacyjnego dotyczyły przede wszystkim takich kierunków jak: powiązanie wynagrodzeń z wynikami ekonomicznymi, transparentność wynagrodzeń, tworzenie w ramach rady spółki komitetu ds. wynagrodzeń oraz aprobatą akcjonariuszy dla długoterminowych programów partycypacji menedżerów we własności.

¹²⁰ P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *Biała księga nadzoru korporacyjnego*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2002, s. 14 – 15.

2.2.1. Powiązanie wynagrodzeń z wynikami ekonomicznymi

Wysoki poziom wynagrodzenia, nie zawsze uzasadniony sytuacją finansową spółki, stał się jednym z podstawowych problemów, z jakim musiały zmierzyć się rady spółki. Efektem skandali korporacyjnych z początku XXI wieku były nowe regulacje, które wiązały wynagrodzenie kadry kierowniczej z wynikami osiąganymi przez spółkę. Uznano, iż poziom wynagrodzenia powinien być wystarczający, by zatrudnić, zatrzymać i zmotywować menedżerów posiadających niezbędne kwalifikacje i kompetencje, do skutecznego zarządzania spółką. Jednakże przedsiębiorstwo powinno unikać płacenia kierownictwu więcej, niż jest to konieczne. Dodatkowo znaczna część wynagrodzenia każdego menedżera powinna być skonstruowana w taki sposób, by powiązać to wynagrodzenie z wynikami osiąganymi przez spółkę, jak i samego menedżera¹²¹. Takie rozwiązanie koresponduje z tezą formułowaną na gruncie teorii agencji, która zakłada, że powiązanie wynagrodzenia kadry zarządzającej z wynikami spółki może ograniczyć konflikt interesów między menedżerami i właścicielami przedsiębiorstwa.

Konstrukcja efektywnych systemów wynagradzania, opartych na wynikach, powinna uwzględniać przede wszystkim funkcjonalną formę wynagrodzeń¹²². Istotnym czynnikiem staje się zatem dobór kryteriów, od których będzie zależeć motywacyjna część wynagrodzenia. Mając na uwadze interes spółki i akcjonariuszy wynagrodzenie kadry kierowniczej powinno składać się zarówno z krótkookresowych, jak i długookresowych elementów. Pozwoli to stymulować pożądane typy zachowań. Wynagrodzenie menedżerów powinno równoważyć ryzyko i szanse, jakie może napotkać kierownictwo zarządzając spółką, i oprzeć je na indywidualnych wynikach menedżera i całego przedsiębiorstwa¹²³.

Struktura wynagrodzenia kadry zarządzającej ponadto powinna bezpośrednio wiązać cele menedżerów (jako jednostek i jako zespołu) z długookresowymi celami akcjonariuszy. Tworząc system wynagrodzenia oparty na wynikach można go oprzeć na miernikach obiektywnych (takich jak sprzedaż, zyski) bądź miernikach subiektywnych (takich jak szacowana „wartość” pracownika dla przedsiębiorstwa)¹²⁴. Oba rodzaje wskaźników mają swoje zalety i wady. W przypadku mierników obiektywnych ich niewątpliwym plusem jest

¹²¹ *Corporate Governance a Practical Guide*, London Stock Exchange, RSM Robson Rhodes, 2004, s. 24.

¹²² P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, op. cit., s. 131.

¹²³ *Principles of Corporate Governance*, The Business Roundtable, May 2002, s. 19.

¹²⁴ G. P. Baker, M. C. Jensen, K. J. Murphy, *Compensation and incentives: practice vs. theory*, „Journal of Finance”, vol. XLIII, no. 3, July 1988, s. 593 - 616.

łatwość pomiaru. Mogą one jednak powodować, że menedżerowie będą poświęcać jakość na rzecz ilości, by spełnić z góry założone wymogi zapewniające im dodatkowe premie. Co więcej, uzależnienie wynagrodzenia od wskaźników księgowych może bezpośrednio sprzyjać manipulacjom w sprawozdaniach finansowych, a także powodować, że kadra kierownicza będzie ignorować projekty z wysoką wartością bieżącą netto na rzecz mniej wartościowych projektów z większymi natychmiastowymi zyskami¹²⁵. Subiektywne mierniki zaś są trudne do zmierzenia oraz mogą wywoływać poczucie niesprawiedliwości u części osób zarządzających. Menedżerowie mogą mieć wątpliwości, czy ich decyzje zostały ocenione we właściwy sposób, co rzutowało na poziom ich wynagrodzenia. Jednakże na ocenę tych wskaźników nie mają wpływu czynniki zewnętrzne, niezależne od kadry zarządzającej, które mogą niekorzystnie oddziaływać na wyniki osiągane przez spółkę. Tabela 2.2. przedstawia najczęściej stosowane w praktyce wskaźniki mierzące efektywność działań menedżerów wraz z opisem ich zalet i wad.

Tabela 2.2. Mierniki efektywności – wady i zalety

Miernik	Zalety	Wady
Wskaźniki rachunkowe: - zysk - zysk na jedną akcję - ROA - ROE	- łatwe w użyciu - zrozumiałe - łatwo uzyskać informację do ich obliczenia na podstawie sprawozdań finansowych - obliczone według standardowych zasad przez wszystkie firmy	- mogą być przedmiotem manipulacji ze strony kierownictwa - mogą zachęcać do działań krótkookresowych - nie uwzględniają ryzyka - nie uwzględniają kosztu kapitału - mogą być zniekształcone przez inflację - nie odzwierciedlają wartości dla akcjonariuszy - nieporównywalne dla różnych firm
Mierniki ekonomiczne: - SVA - EVA	- odzwierciedlają nadrzędny cel - wartość dla akcjonariuszy - biorą pod uwagę strukturę i koszt kapitału	- mogą być przedmiotem manipulacji, ponieważ są oparte na danych z systemu rachunkowości - mogą zachęcać do działań krótkookresowych - trudne do pomiaru - trudne do interpretacji i niezrozumiałe
Mierniki rynkowe: - cena akcji - całkowity zwrot dla akcjonariusza (dywidenda + zmiana ceny rynkowej akcji)	- łatwe w użyciu - bezpośrednio związane z wartością dla akcjonariuszy - informacja jest dostępna dla spółek publicznych - obiektywny charakter – determinowane przez rynek	- zmiany cen mogą być niezależne od efektywności firmy i decyzji kierownictwa - ceny akcji odzwierciedlają przyszłość i nie muszą być związane z efektywnością ex – post - zmiany w cenach odzwierciedlają relacje między rzeczywistą a oczekiwaną efektywnością, a nie wysoką lub niską efektywnością

¹²⁵ M. C. Jensen, K. J. Murphy, *Performance pay and top – management incentives*, „Journal of Political Economy”, April 1990, s. 1 - 49.

		- niedoskonałości rynku mogą prowadzić do niedowartościowania lub przewartościowania cen rynkowych akcji
Mierniki niefinansowe: - udział w rynku - wskaźnik satysfakcji konsumenta - „wartość” pracownika dla przedsiębiorstwa	- mogą reprezentować czynniki stymulujące wartość dla akcjonariuszy - mogą być używane przy redefiniowaniu strategii - ich interpretacja daje większą elastyczność oceny wpływu czynników zewnętrznych	- trudne do określenia i oceny - mierniki jakościowe zawierają ocenę subiektywną i mogą być manipulowane przez wpływowych menedżerów - trudno jednoznacznie pokazać wpływ na wartość dla akcjonariuszy

Źródło: P. Urbanek, *Wynagrodzenie zarządu...*, op. cit., s. 69.

Decydując się na system wynagradzania oparty na wynikach ekonomicznych należy określić, czy będzie on miał charakter mniej, czy bardziej agresywny¹²⁶. Bardziej agresywne systemy prowadzą do wzrostu ryzyka ponoszonego przez menedżerów ze względu na wrażliwość wyniku na czynniki niebędące pod kontrolą kierownictwa spółki¹²⁷. Będzie to powodować wyższe prawdopodobieństwo obniżenia płacy za słabe wyniki osiągane przez przedsiębiorstwo, niezależnie od tego, czy kierownictwo podjęło dobrą, czy złą decyzję. Ten rodzaj wynagrodzenia spowoduje także, że mniej utalentowani menedżerowie będą otrzymywać niższe wynagrodzenie¹²⁸. To z kolei przyczyni się do tego, że będą oni zastępowani przez zdolniejszą i bardziej zmotywowaną kadrę kierowniczą, która doprowadzi do poprawy wyników spółki, a co za tym idzie wyższego wynagrodzenia¹²⁹.

2.2.2. Transparentność wynagrodzeń

Informacja określana jest często jako krytyczna determinanta efektywności rynków. Dostęp do informacji pozwala na lepszą analizę, monitorowanie i ocenę, co zwiększa prawdopodobieństwo podjęcia optymalnej decyzji. Dzięki temu inwestorzy popełniają mniej błędów inwestując w akcje spółek, a zarządy spółek podejmują racjonalne decyzje, zwłaszcza w zakresie fuzji i przejęć, które szczególnie mają miejsce w okresach wzmożonej aktywności

¹²⁶ Im bardziej agresywny jest system, tym większa część całkowitego wynagrodzenia menedżera jest zależna od wyników ekonomicznych spółki.

¹²⁷ P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, op. cit., s. 130.

¹²⁸ Przy ocenie menedżera należy brać pod uwagę nie tylko wyniki osiągane przez samą spółkę, ale także wyniki makroekonomiczne oraz planowane wyniki finansowe. Szerzej: P. Urbanek, *Rotacje zarządów polskich spółek publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Gospodarka Narodowa”, nr 1 – 2, 2010, s. 19 – 34.

¹²⁹ M. C. Jensen, K. J. Murphy, *CEO incentives...*, op. cit., s. 138 - 153.

rynków kapitałowych¹³⁰. Zwraca się także uwagę na fakt, że wzrost zakresu ujawnianych informacji przez spółki przyczynia się do poprawy efektywności przedsiębiorstwa, a także motywuje radę spółki do aktywniejszej postawy. Dzięki większej przejrzystości informacji dotyczącej samej rady (ilości odbytych spotkań, wykonywane zadania, obecności na spotkaniach poszczególnych dyrektorów) jej członkowie są zobligowani do większego angażowania się w działalność spółki, poprzez rzetelne wykonywanie swoich obowiązków. Warto przy tym zauważyć, iż przejrzystość obok odpowiedzialności i legitymizacji prawnej od jakiegoś czasu była zaliczana do głównych filarów nadzoru korporacyjnego, który w ostatecznym rozrachunku winien zapewnić realizację interesów akcjonariuszy¹³¹. Prawidłowa wycena spółki, dzięki posiadaniu przez uczestników rynku kapitałowego (inwestorów, pośredników) odpowiednich informacji przysparza korzyści inwestorom, które wynikają bezpośrednio z podejmowanych decyzji inwestycyjnych oraz są osiąmane pośrednio poprzez wpływ na poprawę efektywności nadzoru korporacyjnego¹³².

Jednym z obszarów *corporate governance*, który pozwala na lepszą ocenę sytuacji spółki przez akcjonariuszy, jest transparentność polityki wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Nawiązuje on do nieformalnych instytucji, do których można zaliczyć reputację i kontrolę społeczną. Wedle zasady „nazwanie rzeczy po imieniu i zawstydzenie” (*name and shame*) ma przyczyniać się do bardziej powściągliwych praktyk ustanawiania wysokości wynagrodzeń¹³³. Przejrzystość spółki w zakresie publikowanych informacji o wynagrodzeniach kadry zarządzającej można rozpatrywać w kilku obszarach: formy prezentacji, opisu systemów wynagradzania, składników wynagrodzenia, w tym odpraw i odszkodowań oraz niepieniężnych składników wynagrodzeń, a także opisu długookresowych programów motywacyjnych opartych na własności.

Aby poprawić jakość prezentowanych informacji przedsiębiorstwa powinny ujawniać politykę wynagradzania kadry kierowniczej w formie odrębnego raportu o wynagrodzeniach dołączonego do rocznego sprawozdania finansowego i zamieszczonego na stronach

¹³⁰ A. Ignyś, *Zobowiązania informacyjne polskich spółek giełdowych i ich realizacja*, w: S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 467.

¹³¹ M. Aluchna, I. Koładkiewicz, *Przejrzystość w kontekście wartości przedsiębiorstwa*, w: S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 448 – 449.

¹³² K. Postrach, *Kierunki poprawy transparentności w spółkach publicznych*, w: S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 231.

¹³³ A. Słomka – Gołębiowska, *Banki w Polsce w obliczu nowych regulacji dotyczących wynagrodzeń kadry zarządzającej*, w: P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 101.

internetowych spółki¹³⁴. W raporcie tym powinny znajdować się jasno sformułowane procedury, według których opracowywane jest wynagrodzenie kierownictwa. Dodatkowo, powinna pojawić się informacja o tym, czy dyrektor wykonawczy spółki jest zatrudniony w radzie innego przedsiębiorstwa jako dyrektor niewykonawczy. Jeśli tak, to spółka zobowiązana jest podać wielkość wynagrodzenia, jakie dany menedżer otrzymuje w innym przedsiębiorstwie. Raport dotyczący wynagrodzeń powinien również zawierać takie informacje dotyczące polityki wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla jak¹³⁵:

- wyjaśnienie względnego znaczenia zmiennych i stałych elementów wynagrodzenia dyrektorów;
- kryteria wydajności, stanowiące podstawę uprawnień do opcji na akcje, akcji lub zmiennych elementów wynagrodzenia;
- związek między wydajnością a wynagrodzeniem;
- główne parametry oraz uzasadnienie systemu premii rocznych i wszelkich innych świadczeń niepieniężnych;
- opis głównych cech charakterystycznych dla dodatkowych programów emerytalno – rentowych lub programów wcześniejszych emerytur dla dyrektorów.

Bardzo ważnym elementem przejrzystości wynagrodzeń jest ujawnianie informacji na temat poziomu płacy menedżerów. Wymienić tu można trzy poziomy transparentności. Najniższy występuje wtedy, gdy przedsiębiorstwo podaje do publicznej wiadomości jedynie zagregowaną wielkość wynagrodzenia łącznie dla wszystkich osób zarządzających. Bardziej szczegółowe informacje dotyczą ujawniania całkowitych wynagrodzeń uzyskanych przez indywidualnych funkcjonariuszy spółek¹³⁶. Trzeci, najwyższy poziom transparentności występuje, gdy przedsiębiorstwo udostępnia informacje o poziomie wynagrodzenia indywidualnie dla każdego menedżera, wraz z podziałem na poszczególne składniki. Istotne jest, by wynagrodzenie było ujawniane nie tylko dla roku bieżącego, lecz także dla wcześniejszych lat. Umożliwia to ocenę tendencji, jakie występują w polityce płacowej

¹³⁴ P. Urbanek, *Kryzys finansowy a polityka wynagradzania menedżerów*, w: P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 86.

¹³⁵ Zalecenia Komisji z dnia 14 grudnia 2004 roku w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie 2004/913/WE, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 29.12.2004r., pkt 5.3.

¹³⁶ P. Urbanek, *Koordinacja rynkowa a koordynacja hierarchiczna – wynagrodzenia menedżerów w kodeksach dobrych praktyk krajów UE*, w: A. Rączaszek (red.), *Společne konsekwence integracji europejskiej*, Wydawnictwo Uczelniane Akademii Ekonomicznej w Katowicach, 2009, s. 317 - 329.

spółki¹³⁷. Przedsiębiorstwo powinno zatem, w publikowanych przez siebie raportach, zamieszczać następujące informacje dotyczące wynagrodzenia dla poszczególnych dyrektorów¹³⁸:

- wynagrodzenie otrzymane lub należne;
- premię wypłaconą lub należną;
- dodatkowe korzyści;
- wynagrodzenie wypłacone lub należne za utratę stanowiska;
- inne płatności wypłacone lub należne w związku z zakończeniem swojej pracy na stanowisku dyrektora;
- łączną szacunkową wartość wszystkich świadczeń otrzymanych przez dyrektora w inny sposób niż w gotówce;
- łączną kwotę wynagrodzenia, po zsumowaniu wszystkich wyżej wymienionych składników.

W przypadku wynagrodzenia opartego na akcjach, nowe standardy *corporate governance* wprowadziły konieczność zamieszczania w raportach rocznych informacji z nimi związanych. Menedżerowie muszą zgłaszać chęć sprzedaży lub zakupu akcji spółki w ciągu dwóch dni, zamiast dotychczasowych dziesięciu dni, co będzie powodować, że akcje menedżerów będą w pewnym stopniu mniej płynne¹³⁹. W odniesieniu do akcji, praw do nabycia opcji na akcje lub innych systemów bodźcowych opartych na akcjach, przedsiębiorstwo zobowiązane jest także przedstawiać następujące informacje¹⁴⁰:

- liczbę oferowanych opcji na akcje lub akcji przyznanych przez spółkę w ciągu danego roku obrachunkowego oraz związane z nimi warunki;
- liczbę opcji na akcje wykonanych w ciągu danego roku obrachunkowego oraz, w przypadku każdej opcji – liczbę objętych nią akcji oraz wykonania opcji lub wartość udziału w systemie bodźców opartych na akcjach na koniec roku obrachunkowego;
- liczbę opcji na akcje niewykonanych na koniec roku obrachunkowego, cenę wykonania opcji, datę wykonania oraz podstawowe warunki skorzystania z tych praw;
- wszelkie zmiany warunków istniejących opcji na akcje, dokonane w ciągu roku obrachunkowego.

¹³⁷ P. Urbanek, *Wynagrodzenia menedżerów a transparentność informacji – zalecenia i praktyka*, w: S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 106.

¹³⁸ *The Directors' Remuneration Report Regulations 2002*, United States, August 2002, s. 9.

¹³⁹ B. Holmstrom, S. N. Kaplan, *The State of U. S. corporate governance: What's right and what's wrong?*, March 2003, s. 20.

¹⁴⁰ Zalecenia Komisji z dnia 14 grudnia 2004 roku..., op. cit., pkt 5.4.

Wprowadzenie przez przedsiębiorstwa wymogów dotyczących transparentności polityki wynagradzania kadry zarządzającej jest niezbędne do poprawy ich wizerunku w oczach inwestorów, opinii publicznej, mediów czy rządu¹⁴¹. Jasne i przejrzyste raporty okresowe ujawniające szczegółowe informacje o systemie wynagrodzeń kadry kierowniczej najwyższego szczebla dają możliwość przeprowadzenia wewnątrz korporacyjnego dialogu i wypracowania rozwiązań najbardziej korzystnych z punktu widzenia spółki oraz inwestorów¹⁴². Pozwoli to na odzyskanie zaufania inwestorów nie tylko do samego przedsiębiorstwa, ale także do całego rynku kapitałowego, który nie poradził sobie z nieuczciwością menedżerów na początku XXI wieku.

Rozpatrując kwestię transparentności polityki wynagradzania osób zarządzających należy także zwrócić uwagę na wady ujawniania informacji. Upublicznienie informacji o tym, ile zarabia prezes, oddziałuje na wysokość kontraktów zawieranych z innymi pracownikami i wprowadza niepotrzebne emocje w negocjacjach płacowych ze związkami zawodowymi¹⁴³. Przejrzystość informacji w tym zakresie dostarcza mediom tematów do rozważań związanych z nadmiernym wynagradzaniem kadry zarządzającej, a przede wszystkim prezesów największych korporacji. Może to także skłaniać rady spółek do ograniczenia poziomu wynagrodzeń, nawet jeśli jest to uzasadnione dobrymi wynikami spółki.

2.2.3. Komitet ds. wynagrodzeń oraz niezależność członków rady jako nowe instytucje nadzoru

Nadużycia ze strony menedżerów ujawnione w międzynarodowych korporacjach wywołały dyskusję na temat efektywności rady spółki. Szczególną uwagę zwrócono na bierność tego organu, niedostateczne kompetencje członków rady, nieformalne powiązania między prezesem i członkami rady (prezes w wielu przypadkach miał wpływ na skład osobowy rady, co przekładało się na decyzje podejmowane przez radę). Często zdarzało się, że jedna osoba zasiadała w kilku, a nawet kilkunastu radach, co znacznie ograniczało jej pełne zaangażowanie w prace poszczególnych rad. Z tego powodu wielu członków wołało

¹⁴¹ A. Wieczorek, *Czy spółka, która tworzy regulacje sama ich przestrzega. Przypadek Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe nr 13”, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków 2012, s. 224.

¹⁴² B. Nogalski, R. Dalej, *Kodeks dobrych praktyk jako narzędzie budowania zaufania na rynku kapitałowym*, w: S. Rudolf (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006, s. 349.

¹⁴³ P. Urbanek, *Wynagrodzenie zarządu...*, op. cit., s. 111.

ograniczyć się jedynie do pojawiania się na spotkaniach rady i nie angażowało się w jej działalność. Co więcej, osoby zasiadające w radzie często nie posiadały odpowiednich kwalifikacji i kompetencji, przez co nie były w stanie efektywnie wywiązywać się ze swoich obowiązków. Brak specjalistycznej wiedzy poszczególnych członków, a także zbyt liczna rada powodowało, że organ ten nie był w stanie przeprowadzić pogłębionej, efektywnej dyskusji. Przekładało się to na mechaniczne, niemalże „rytualne” zatwierdzanie (odrzućanie) uprzednio przygotowanych rozstrzygnięć¹⁴⁴. Dodatkowo brak transparentności informacji, w szczególności w zakresie wynagrodzenia kadry kierowniczej najwyższego szczebla, ułatwiał menedżerom działania na szkodę spółki.

Rozwiązaniem, mającym za zadanie podwyższenie jakości działalności rady, były nowe regulacje zalecające tworzenie w ramach rady komitetu ds. wynagrodzeń, a także powołanie w skład rady spółki niezależnych członków.

Komitet ds. wynagrodzeń jest instytucją, która ma usprawnić działania rady spółki. W jego skład powinni wchodzić wyłącznie dyrektorzy niewykonawczy (w przypadku modelu monistycznego) lub członkowie rady nadzorczej, z których większość powinna spełniać kryteria niezależności¹⁴⁵. Takie rozwiązanie ma zapewnić ograniczenie możliwości pojawienia się konfliktu interesów. W przypadku, gdyby w Komitecie ds. wynagrodzeń zasiadali wyłącznie niezależni członkowie, nie oznaczałoby zrównoważonego systemu wynagradzania. Taki komitet może nie orientować się w warunkach panujących w korporacji i mógłby nieświadomie zaniżyć bądź zawyżyć poziom wynagrodzenia kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Natomiast gdyby w Komitecie ds. wynagrodzeń znajdowały się tylko osoby powiązane z akcjonariuszem bądź zarządem, mogłoby to doprowadzić do podejrzeń związanych z nieefektywnością programu wynagradzania; programowi temu można by zarzucić zbyt wysoki poziom wynagrodzeń, nieadekwatny do sytuacji panującej na rynku i wyników osiąganych przez spółkę¹⁴⁶.

Każde przedsiębiorstwo, w którym funkcjonuje komitet ds. wynagrodzeń, powinno posiadać regulamin komitetu ds. wynagrodzeń. Dzięki niemu komitet będzie miał jasno sformułowane zasady działania, które mogą zapobiec możliwości pojawienia się manipulacji ze strony członków komitetu. W regulaminie powinien zostać określony między innymi¹⁴⁷:

¹⁴⁴ A. Opalski, *Rada nadzorcza w spółce akcyjnej*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2006, s. 270.

¹⁴⁵ A. Wieczorek, *Niezależność członków rady...*, op. cit., s. 321 – 345.

¹⁴⁶ A. Wieczorek, *Komitet audytu i komitet ds. wynagrodzeń w polskich bankach publicznych*, „Studia Prawno – Ekonomiczne”, tom LXXXV, 2012, s. 318.

¹⁴⁷ *Corporate Governance Rule Proposals...*, op. cit., pkt 5.

- cel komitetu, który musi być wpisany do obowiązków rady w zakresie wynagradzania menedżerów, oraz zamieszczony w raporcie o wynagrodzeniach dołączonym do rocznego oświadczenia spółki, zgodnie z obowiązującymi przepisami i regulaminem;
- zadania komitetu, które muszą zawierać co najmniej:
 - rozpatrywanie i zatwierdzanie celów przedsiębiorstwa i założeń istotnych dla wynagrodzenia prezesa, ocenę wydajności prezesa w świetle tych celów i założeń oraz ustalanie poziomu wynagrodzenia prezesa na podstawie tych ocen;
 - formułowanie zaleceń dla rady w odniesieniu do polityki wynagradzania i wynagrodzenia opartego na własności;
- roczna ocena pracy komitetu ds. wynagrodzeń.

Podstawowym zadaniem komitetu ds. wynagrodzeń jest rekomendowanie oraz monitorowanie poziomu i struktury wynagrodzenia menedżerów najwyższego szczebla¹⁴⁸. Bardziej szczegółowo do zadań komitetu ds. wynagrodzeń można zaliczyć¹⁴⁹:

- ocenę wynagrodzeń otrzymywanych przez członków zarządu w porównaniu z wynagrodzeniami na rynku pracy menedżerów, a także w odniesieniu do zakresu obowiązków i sposobu ich wykonywania;
- przedkładanie radzie spółki rekomendacji co do wysokości wynagrodzenia członka zarządu (w tym premii), każdorazowo przed jego ustaleniem lub zmianą;
- dokonywanie ogólnej oceny prawidłowości polityki spółki w sprawie wynagradzania kadry kierowniczej niewchodzącej w skład zarządu oraz składanie radzie spółki wniosków o dokonanie zmian w ogólnych zasadach wynagradzania lub zatrudniania członków zarządu spółki;
- w przypadku istnienia w spółce programu motywacyjnego (na przykład programu opcji menedżerskich) – analizowanie i przedstawianie radzie spółki swojej opinii co do założeń i warunków programu, a także sprawowanie bieżącego nadzoru nad realizacją programu;
- nadzorowanie polityki w zakresie obowiązującego w spółce systemu wynagrodzeń, w tym monitorowanie polityki płacowej i premiowej;
- przygotowanie raportów zawierających oceny i analizy wypłat wynagrodzeń organów spółki przedkładanych radzie nadzorczej przed podjęciem uchwał wymaganych przepisami prawa, statutem, wewnętrznymi regulaminami spółki oraz zasadami dobrych praktyk w spółkach publicznych;

¹⁴⁸ *The Combined Code...*, op. cit., B.2.2.

¹⁴⁹ D. Dobija, I. Koładkiewicz, I. Cieślak, K. Klimczak, *Komitety rad nadzorczych*, Wolters Kluwer Business, Warszawa 2011, s. 111 – 112.

- przedstawianie i opiniowanie form wynagrodzeń, to jest: wynagrodzenia stałego, wynagrodzenia za wyniki, wynagrodzenia uznaniowego;
- ocena wyników prac poszczególnych członków zarządu oraz zapewnienie zgodności przyznanego wynagrodzenia z zasadami przyjętymi przy jego ustalaniu;
- nadzorowanie przestrzegania obowiązków informacyjnych dotyczących przekazywania do publicznej wiadomości informacji w zakresie wynagrodzeń otrzymywanych przez członków zarządu.

Podstawowym zadaniem niezależnych członków zasiadających w radzie jest dbanie o to, by decyzje podejmowane przez radę były zgodne z interesem spółki. W przypadku, gdy spółka charakteryzuje się skoncentrowaną własnością zadaniem niezależnych członków jest także ochrona akcjonariuszy mniejszościowych przed szkodliwym działaniem akcjonariusza posiadającego kontrolny pakiet akcji. W spółkach z rozproszoną własnością niezależni członkowie rady powinni zaś chronić akcjonariuszy przed oportunistycznym zachowaniem kadry kierowniczej. Ponadto mogą oni odgrywać ważną rolę w obszarach, w których interesy kadry zarządzającej, korporacji i wspólników / akcjonariuszy mogą być rozbieżne – na przykład w zakresie wynagrodzeń czołowych menedżerów, planowania sukcesji kadrowej, zmian podmiotów kontrolujących firmę, obrony przez przejęciami i badań sprawozdań finansowych¹⁵⁰. Aby członek rady mógł być uznany za niezależnego, musi spełniać szereg kryteriów. Wśród najczęściej wymienianych kryteriów niezależności należy wymienić¹⁵¹:

- dana osoba nie jest w jakikolwiek sposób powiązana z akcjonariuszem posiadającym co najmniej 5% głosów na walnym zgromadzeniu;
- dana osoba nie jest i nie była pracownikiem spółki;
- daną osobę nie łączą żadne stosunki handlowe ze spółką;
- dana osoba nie jest małżonkiem lub członkiem bliskiej rodziny któregokolwiek z menedżerów;
- dana osoba nie jest dyrektorem wykonawczym w innej spółce, w której dyrektorem niewykonawczym jest dyrektor wykonawczy danej spółki;
- dana osoba zasiada w radzie nie dłużej niż 12 lat.

¹⁵⁰ *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, 2004, s. 70 - 71.

¹⁵¹ Są to cechy najczęściej wymieniane w zaleceniach: *Corporate Governance Rule Proposals. Reflecting Recommendations from the NYSE Corporate Accountability and Listing Standards Committee as Approved by the NYSE Board of Directors*, August 1, 2002; *Restoring trust ...*, op. cit.; Zalecenia Komisji z dnia 15 lutego 2005 roku dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej), Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 25.02.2005r.

Regulacje zalecające powoływanie w ramach działalności rady spółki komitetu ds. wynagrodzeń oraz niezależnych członków, stały się ważnymi instrumentami nadzoru korporacyjnego. O ich istotności może świadczyć fakt, iż zostały one pozytywnie przyjęte przez rynki kapitałowe w większości rozwiniętych gospodarek.

2.2.4. Aprobata akcjonariuszy dla programów partycypacji menedżerów we własności

Bierna postawa akcjonariuszy, a także brak odpowiednich narzędzi umożliwiających im wpływ na menedżerów może powodować, że jedynie rada spółki nadzoruje działalność kadry kierowniczej najwyższego szczebla i ingeruje w momentach nadużywania władzy przez osoby zarządzające. Jednakże początek XXI wieku pokazał, że nieefektywność rady w wykonywaniu swoich obowiązków przyczyniła się do nadużyć ze strony menedżerów. Mając możliwość manipulowania przy kontraktach menedżerskich, kadra kierownicza wykorzystywała długoterminowe programy partycypacji we własności, w tym opcje na akcje w celu szybkiego wzbogacenia się. W świetle kontrowersji związanych z wynagrodzeniem kadry kierowniczej i dowodami nieskuteczności istniejących mechanizmów nadzoru korporacyjnego wykorzystywanych do ustalania optymalnych kontraktów, rola akcjonariuszy w monitorowaniu wynagrodzenia osób zarządzających znacząco wzrosła¹⁵². Wprowadzone zostały nowe regulacje zalecające konieczność uzyskania zgody od akcjonariuszy dla wynagrodzenia menedżerów opartego na własności.

Takie rozwiązania są konieczne w spółkach z rozproszonym akcjonariatem oraz w takich, w których rada spółki nie zawsze działa w najlepszym interesie właścicieli akcji¹⁵³. Kontrakty menedżerskie w spółkach są kontraktami niekompletnymi. Oznacza to, że prawo głosu akcjonariuszy staje się istotnym mechanizmem nadzorującym poczynania kierownictwa. Właściciele akcji mogą odrzucić projekty wynagrodzenia kadry zarządzającej opartego na własności, które nie są zgodne z ich własnym interesem.

Konieczność aprobaty programów motywacyjnych opartych na własności ze strony akcjonariuszy nie jest natomiast niezbędna w spółkach z inwestorem strategicznym. Taki

¹⁵² L. Ng, V. Sibilkov, Q. Wang, N. Zaiats, *Does shareholder approval requirement of equity compensation plans matter?*, "Journal of Corporate Finance", vol. 17, issue 5, 2011, s. 1510 – 1530.

¹⁵³ S. V. Balachandran, P. Joos, J. Weber, *Do voting rights matter: Evidence from the adoption of equity-based compensation plans*, Conference Papers, 2008, s. 1 – 34.

akcjonariusz najczęściej aktywnie działa w spółce i na bieżąco monitoruje działalność kadry kierowniczej najwyższego szczebla.

Programy motywacyjne oparte na akcjach bądź opcjach na akcje, a także znaczące zmiany w nich zachodzące, powinny być przedmiotem głosowania na corocznym walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Nie chodzi tu jednak o konkretne świadczenia oparte na akcjach przyznawane poszczególnym menedżerom w ramach wprowadzonego systemu, lecz o sam system. Dzięki temu rada spółki, przy tworzeniu nowego systemu wynagradzania lub wprowadzaniu zmian w obecnym systemie, będzie mogła uwzględnić głosy wszystkich akcjonariuszy, nie tylko tych posiadających kontrolny pakiet akcji, co w dłuższym okresie czasu powinno przełożyć się na wzrost wartości spółki i wyższy zwrot dla inwestorów z zainwestowanego kapitału.

Akcjonariusze powinni mieć możliwość wyznaczania ostatecznego terminu, do którego rada spółki bądź komitet ds. wynagrodzeń (jeżeli leży to w jego kompetencjach) ma możliwość przyznawania akcji lub opcji na akcje poszczególnym menedżerom. Dodatkowo ten rodzaj wynagrodzenia osób zarządzających wymaga zgody akcjonariuszy, w każdym indywidualnym przypadku i przy zachowaniu ograniczenia możliwości sprzedaży akcji nabytych w wyniku wykonania opcji, przez co najmniej 3 lata liczone od momentu odejścia członka z organów spółki¹⁵⁴.

Mimo korzyści jakie wiążą się z takim rozwiązaniem, można było spotkać się z jego krytyką. Wiele spółek przepisy związane z koniecznością aprobaty akcjonariuszy dla programów partycypacji menedżerów we własności uważało za niepotrzebne i szkodliwe, gdyż ich przestrzeganie mogło spowodować jedynie, że spółka będzie mniej konkurencyjna na rynku. Został także podniesiony argument, że rada spółki powinna mieć możliwość wynagradzania menedżerów za pomocą opcji na akcje lub akcji bez zgody akcjonariuszy, bądź też po uzyskaniu akceptacji ze strony niezależnego komitetu ds. wynagrodzeń¹⁵⁵. Wynika to z faktu, iż akcjonariusze, w szczególności większościowi, w pierwszej kolejności dbają o własne interesy. W związku z tym brak zgody na wynagradzanie kadry zarządzającej za pomocą opcji na akcje może wynikać jedynie z obawy o rozwodnienie posiadanych przez akcjonariusza dominujących akcji i zmniejszenie jego wpływu na spółkę. Akcjonariusze nie znając realiów panujących na rynku w zakresie polityki wynagradzania menedżerów mogą sądzić, iż ten element wynagrodzenia nie jest powszechnie stosowany i trudno jest im sobie

¹⁵⁴ S. Starnawska, *Konstruowanie systemu wynagradzania jako narzędzia nadzoru właścicielskiego*, w: S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 133.

¹⁵⁵ *Shareholder Vote on Equity Compensation Plan, Corporate Governance Rule Proposals...*, op. cit.

wyobrazić korzyści z jego zastosowania. Niezależny komitet ds. wynagrodzeń zaś potrafi lepiej określić potrzeby spółki w zakresie motywowania kadry kierowniczej najwyższego szczebla i wybrać te elementy, które w znaczący sposób zmotywują menedżerów do działań zgodnych z interesem spółki.

2.3. Geneza kryzysu finansowego z roku 2008

Za początek kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych uważa się wrzesień 2008 roku, kiedy to ogłoszono upadłość banku Lehman Brothers. Najczęściej za główne źródło obecnego kryzysu wymienia się pęknięcie „bańki spekulacyjnej” na amerykańskim rynku nieruchomości. To właśnie ekspansja bankowości hipotecznej doprowadziła do przyjmowania błędnych przesłanek w zakresie zarządzania ryzykiem, głównie ze względu na przewartościowanie zabezpieczeń¹⁵⁶. Można również spotkać się z opinią, iż to polityka monetarna, prowadzona przez Bank Centralny Stanów Zjednoczonych (FED), doprowadziła do narastania bańki na amerykańskim rynku nieruchomości.

Od 2000 roku Bank Centralny Stanów Zjednoczonych znacząco obniżył stopy procentowe, zmieniając dotychczas prowadzoną politykę, która sprawdziła się w okresie stabilizacji gospodarczej. FED odszedł zatem od stosowanej do tej pory reguły Taylora, według której stopę procentową można obliczyć wykorzystując rzeczywistą inflację i produkt krajowy brutto (PKB)¹⁵⁷. Swoją decyzję tłumaczył chęcią zmniejszenia obaw związanych ze spowolnieniem gospodarki wskutek skandali korporacyjnych na przełomie XX i XXI wieku, a także kryzysem internetowym dot.com. Utrzymywanie tak niskiej stopy procentowej w następnych latach FED tłumaczył również atakiem terrorystycznym z 11 września 2001 roku. Polityka monetarna prowadzona przez FED doprowadziła do ożywienia gospodarczego w latach 2002 – 2003, jednakże stopy procentowe były w dalszym ciągu sukcesywnie obniżane do 2005 roku. Nadwyżki płynności, jakie powstały, zostały zainwestowane na rynku finansowym, a zwłaszcza na rynku nieruchomości. Skutkiem tego był wzrost cen nieruchomości mieszkalnych. To z kolei przełożyło się na wzrost zysków przedsiębiorstw (między innymi z tytułu prowizji), co w rezultacie spowodowało przyciągnięcie nowych spółek na rynek nieruchomości. Taka sytuacja sprzyjała powszechnemu optymizmowi wśród uczestników rynku. Optymistyczne przewidywania co

¹⁵⁶ T. Nieborak, *Globalny kryzys finansowy – istota, przyczyny, konsekwencje*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, Rok LXXII, zeszyt 4, 2010, s. 98.

¹⁵⁷ J. B. Taylor, *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 25.

do przyszłości w jeszcze większym stopniu przyciągały nowych przedsiębiorców skłonnych zainwestować w dynamicznie rozwijającą się branżę, a jednocześnie nowych nabywców nieruchomości mieszkalnych¹⁵⁸. Gospodarstwa domowe z obawy o dalszy wzrost cen nieruchomości przyspieszały decyzje o zakupie domu. Natomiast ci, którzy posiadali już własną nieruchomość, kupowali kolejną, traktując ją jako inwestycję. To z kolei jeszcze bardziej „nakręcało” rynek nieruchomości i w rezultacie w jeszcze większym stopniu zwiększało dynamikę wzrostu cen nieruchomości, aż do powstania bańki cenowej¹⁵⁹.

W tej sytuacji banki chcąc powiększyć swój udział w rynku kredytowym włączyły się w cykl spekulacyjny na rynku nieruchomości¹⁶⁰. Sprzyjające warunki na rynku nieruchomości (niskie stopy procentowe, łatwy dostęp do kredytów) przyczyniły się do powstania tak zwanego sub – rynku. Szukając możliwości osiągnięcia większego zysku instytucje finansowe zwracały się ze swoją ofertą do osób, które w normalnych warunkach, ze względu na bardzo niskie dochody, nie miały szansy uzyskania kredytów¹⁶¹. Cechą tych kredytów były także niskie stopy procentowe w początkowym okresie spłaty, które gwałtownie rosły po zakończeniu tego okresu¹⁶². Dzięki takim warunkom amerykański rynek kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku stale się rozwijał. Sprzyjało to rozkwitowi tak zwanej sekurytyzacji kredytów hipotecznych, czyli procesu, w ramach którego ryzyko kredytowe było przenoszone z kredytodawców na inwestorów. Sekurytyzacja umożliwiała spółce pozyskanie nowego, konkurencyjnego kosztowo źródła finansowania, transfer ryzyka kredytowego i poprawę adekwatności kapitałowej¹⁶³. W sytuacji trwającego boomu na rynku nieruchomości, nie zwracano uwagi na ryzyko związane ze stworzonymi instrumentami finansowymi. Co więcej, agencje ratingowe wystawiały nowopowstałym papierom bardzo wysokie oceny.

W Stanach Zjednoczonych do narastania bańki na rynku nieruchomości przyczyniły się także dwie agencje dotowane przez rząd: *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae) oraz *Federal Home Mortgage Corporation* (Freddie Mac). Były one zachęcane do

¹⁵⁸ W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 42.

¹⁵⁹ Ibidem, s. 42.

¹⁶⁰ Wzrost cen na rynku nieruchomości powoduje, że inwestorzy popadają w gorączkę zakupów w następstwie wysokich i rosnących stóp zwrotu w niedalekiej przyszłości, co w konsekwencji z jeszcze większą dynamiką zwiększa ceny nieruchomości.

¹⁶¹ M. Jurek, P. Marszałek, *Kryzys subprime i kryzys azjatycki – analiza porównawcza*, w: S. Antkiewicz, M. Pronobis (red.), *Gospodarka w warunkach kryzysu*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 199.

¹⁶² Przykładem takich kredytów są kredyty ARM (*Adjustable Rate Mortgage*), w których część raty była stała, część natomiast była uzależniona od stopy procentowej FED.

¹⁶³ R. Wilczyński, *Międzynarodowy wymiar kryzysu finansowego*, w: W. Małecki (red.), *Globalny kryzys finansowy a polska gospodarka*, Wyższa szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Warszawa 2009, s. 85.

ekspansji i skupowania obligacji zabezpieczonych kredytami hipotecznymi, wliczając w to również te uformowane za pomocą ryzykownych pożyczek *subprime*¹⁶⁴.

W połowie 2004 roku Bank Centralny Stanów Zjednoczonych zdecydował się na zmianę kursu polityki pieniężnej. Wzrost stóp procentowych z jednoczesnym spadkiem cen nieruchomości oraz stopniowym wzrostem liczby domów dostępnych do sprzedaży spowodował, że znaczna grupa kredytobiorców o podwyższonym ryzyku nie była w stanie spłacać zaciągniętych przez siebie kredytów, w szczególności w wyniku zwiększonych odsetek. Tendencje te nasiliły się w 2006 roku i na początku 2007 roku, co spowodowało, że obligacje *subprime* okazały się papierami wartościowymi bez pokrycia¹⁶⁵.

Kryzys finansowy na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych w kolejnych latach doprowadził do ogólnoswiatowego kryzysu ekonomicznego, którego skutki w sferze realnej są porównywalne z wielkim kryzysem z lat trzydziestych ubiegłego wieku. Jedną z jego przyczyn była sekurytyzacja kredytów hipotecznych, która przenosiła ryzyko związane z tymi kredytami na rynki finansowe na całym świecie. Kiedy na rynku amerykańskim zaczęła rosnąć liczba egzekucji nieruchomości od klientów (w wyniku niespłacanych kredytów hipotecznych), nikt nie znał rzeczywistej lokalizacji ryzyka związanego z papierami wartościowymi zabezpieczającymi kredyty¹⁶⁶. Wynikiem tej niepewności było ograniczenie płynności oraz niepokój instytucji finansowych, które zdecydowały się na aktualizację wyceny swoich aktywów finansowych.

Problemy na rynku kredytów hipotecznych negatywnie odbiły się na amerykańskim sektorze bankowym. Na początku 2008 roku bank inwestycyjny Bear Stearns znalazł się w trudnej sytuacji finansowej, która mogła doprowadzić do bankructwa. Wynikało to z dużego zaangażowania się banku w instrumenty z ekspozycją na rynek kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku. Informacja o możliwości jego upadłości została bardzo źle odebrana przez uczestników rynku finansowego, ponieważ był on jednym z najaktywniejszych uczestników pozagięldowego rynku instrumentów pochodnych, w tym kredytowych instrumentów pochodnych¹⁶⁷. Dzięki interwencji Rezerwy Federalnej bank ten został przejęty przez JP Morgan Chase. Rezerwa Federalna zagwarantowała finansowanie aktywów Bear Stearns. Bankiem, który nie przetrwał kryzysu, był bank Lehman Brothers. We wrześniu 2008 roku została ogłoszona jego upadłość, której bezpośrednią przyczyną były

¹⁶⁴ J. B. Taylor, *Zrozumieć kryzys...*, op. cit., s. 39.

¹⁶⁵ M. Matusiewicz, *Strefa euro a globalny kryzys finansowy XXI wieku*, „Studia BAS”, nr 3 (31), 2012, s. 13.

¹⁶⁶ Fin – Focus, DG ds. Rynku Wewnętrznego i Usług, Biuletyn o usługach finansowych, nr 5, czerwiec 2008, s. 2.

¹⁶⁷ M. Konopczak, R. Sieradzki, M. Wiernicki, *Kryzys na światowych rynkach finansowych – wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego*, „Bank i Kredyt”, 10 listopada 2010, s. 51.

ogromne straty na inwestycjach w instrumenty z ekspozycją na amerykański rynek hipotecznych kredytów *subprime*¹⁶⁸. Dwie amerykańskie agencje pożyczkowe i gwarancyjne – Fannie Mae i Freddie Mac – zostały zrenacjonalizowane pod koniec 2008 roku. W tym samym roku amerykański bank inwestycyjny Merrill Lynch, ze względu na złą kondycję finansową, został przejęty przez Bank of America. Wiele innych banków także zmagало się z problemami, których przyczyną było duże zaangażowanie się w kredytowe instrumenty pochodne.

2.4. Dalsze kierunki reformy polityki wynagradzania po kryzysie finansowym

Po wybuchu kryzysu finansowego, jednym z obszarów, który został poddany szczególnej krytyce była polityka wynagradzania osób zarządzających korporacjami finansowymi¹⁶⁹. Nieefektywne systemy wynagradzania zachęcały menedżerów do podejmowania nadmiernego ryzyka, a także skupiania się na krótkookresowych wynikach, podejmowanych przez siebie decyzji, bez uwzględniania ich długookresowych skutków.

Dysfunkcjonalności systemów wynagradzania osób zarządzających korporacjami finansowymi, ujawnione przez obecny kryzys finansowy, wykazały potrzebę przeprowadzenia dalszej reformy tych systemów¹⁷⁰. Zdecydowano się na wprowadzenie nowych przepisów mających na celu zniechęcenie menedżerów do podejmowania nadmiernego ryzyka i nastawienia na krótkookresowe wyniki oraz zaprzestanie konstruowania kontraktów, które motywowały do takich działań. W nowych regulacjach uwaga została położona w szczególności na uregulowaniu zmiennych składników wynagrodzenia dyrektorów, umocnieniu roli akcjonariuszy w decydowaniu o prowadzonej przez spółkę polityce wynagradzania, a także zwiększeniu transparentności w zakresie wynagradzania kadry zarządzającej.

¹⁶⁸ Ibidem, s. 56.

¹⁶⁹ P. Urbanek, *Polityka wynagradzania menedżerów w sektorze finansowym a praktyka polskich banków – wnioski z kryzysu finansowego*, w: M. Jerzemowska (red.), *Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2011, s. 493.

¹⁷⁰ Ibidem, s. 497.

2.4.1. Inicjatywy Unii Europejskiej

Unia Europejska podjęła szereg inicjatyw mających na celu poprawę skuteczności nadzoru korporacyjnego, w szczególności w zakresie polityki wynagradzania menedżerów. W opublikowanej w 2011 roku Zielonej Księdze¹⁷¹ Komisja Europejska zwróciła uwagę na fakt, iż w ostatnich latach coraz więcej przedsiębiorstw zaczęło stosować zmienne wynagrodzenie, które miało być uzależnione od wyników osiągniętych przez spółkę i zakresu obowiązków danego menedżera. Jednakże w tym samym czasie można było zaobserwować brak dopasowania pomiędzy wynikami działań podejmowanych przez osoby zarządzające, a poziomem ich wynagrodzenia. Co więcej, koncentrowanie się na kryteriach uwzględniających wyniki krótkoterminowe może mieć niekorzystny wpływ na długoterminową stabilność spółki¹⁷².

W celu lepszego uregulowania polityki wynagradzania dyrektorów Europejskie Forum Ładu Korporacyjnego¹⁷³ wydało dokument „*Statement of the European Corporate Governance Forum on Director Remuneration*”¹⁷⁴. Zaleciło w nim obowiązek ujawniania polityki wynagradzania oraz wynagrodzenia poszczególnych dyrektorów przez wszystkie spółki notowane na giełdach. Miało to zapewnić większą przejrzystość w zakresie wynagrodzenia menedżerów, a także oceny ryzyka występującego w tego typu kontraktach. Informacje powinny być wystarczająco szczegółowe, aby umożliwić akcjonariuszom zrozumienie poszczególnych składników wynagrodzenia dyrektorów, jak i postęp w osiąganiu wcześniej przyznanych nagród oraz powinny zawierać szczegóły na temat uprawnień do emerytury i jej zwiększenia, a także dodatków i innych świadczeń w naturze¹⁷⁵.

Forum zaleciło poddawanie polityki wynagradzania oraz istotnych zmian w niej zachodzących głosowaniu akcjonariuszy, które miałyby charakter wiążący bądź doradczy. Co więcej, w przypadku, gdy akcjonariusze nie biorą udziału w określaniu wynagrodzenia dla poszczególnych dyrektorów, a w jego strukturze znajdują się akcje lub opcje na akcje, te elementy wynagrodzenia muszą być zaakceptowane przez akcjonariuszy. Dodatkowo

¹⁷¹ Zielona księga. Unijne ramy ładu korporacyjnego, Komisja Europejska, Bruksela dnia 05.04.2011, KOM (2011) 164 wersja ostateczna.

¹⁷² Ibidem, s. 10.

¹⁷³ Organ powołany przez Komisję Europejską: Decyzja Komisji z dnia 15 października 2004 roku ustanawiająca Europejskie Forum Ładu Korporacyjnego 2004/706/WE, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 22.10.2004.

¹⁷⁴ *Statement of the European Corporate Governance Forum on Director Remuneration*, EUCGF Statement – 23 March 2009.

¹⁷⁵ Ibidem, pkt 5.

wszyscy konsultanci, którzy doradzali przy formułowaniu polityki wynagradzania menedżerów muszą być niezależni.

Forum uważa, że struktura i poziom wynagrodzenia dyrektorów nie powinny być regulowane przez Unię Europejską. To sama spółka najlepiej wie, ile powinni zarabiać jego menedżerowie. Niemniej jednak biorąc pod uwagę, jaki wpływ na kryzys miała prowadzona przez spółki niewłaściwa polityka wynagradzania, nowe regulacje muszą zapewnić, że polityka wynagradzania poszczególnych przedsiębiorstw jest zgodna ze średnio i długoterminowymi celami spółki. W związku z tym Forum zaproponowało, że nowe regulacje powinny zawierać przepisy takie jak¹⁷⁶:

- poziom wynagrodzenia zmiennego (zarówno elementy krótkookresowe, jak i długookresowe) powinien być rozsądny w stosunku do całkowitego poziomu płac. Generalnie, im większa część wynagrodzenia całkowitego to wynagrodzenie zmienne, tym większy pojawia się nacisk na osobiste korzyści beneficjenta, co może wpływać niekorzystnie na długoterminowy interes spółki i jej akcjonariuszy. Spółki powinny opracować jasną politykę wynagrodzenia zmiennego, w ramach polityki wynagradzania podlegającej akceptacji ze strony akcjonariuszy. Polityka ta powinna ustalić maksymalne limity na wszystkie elementy wynagrodzenia zmiennego;
- wynagrodzenie zmienne powinno być związane z czynnikami, które odzwierciedlają prawdziwy rozwój przedsiębiorstwa oraz prawdziwą kreację wartości dla spółki i jej akcjonariuszy. Czynniki, które należy wziąć pod uwagę ustalając wynagrodzenie zmienne, powinny być oceniane przez dyrektorów niewykonawczych;
- w celu zmniejszenia wynagrodzenia zmiennego skupiającego się na wynikach krótkookresowych, spółki powinny rozważyć odroczenie znacznej części rocznej premii, która będzie wypłacana jeżeli przedsiębiorstwo będzie osiągało zadowalające wyniki przez pewien okres czasu, przykładowo od dwóch do czterech lat;
- opcje na akcje prowadzą do zwiększenia ryzyka manipulacji i gry na rynku. Zagrożenia te mogą być złagodzone, jeśli nabycie praw z opcji jest odroczone i podlega warunkowej realizacji. Opcje na akcje otrzymywane bez względu na wyniki spółki powinny być wyłączone z polityki wynagradzania;
- akcje przyznane dyrektorom wykonawczym w ramach długoterminowych planów motywacyjnych powinny być nabywane po okresie, w którym są spełnione warunki realizacji. Co najmniej pewną liczbę tych akcji (liczba ta jest ustalana przez dyrektorów

¹⁷⁶ Ibidem, pkt 7.

niewykonawczych) dyrektorzy powinni przechowywać do końca ich zatrudnienia, z wyjątkiem tej części, która musi zostać sprzedana w celu opłacenia podatków należnych w wyniku przyznania akcji;

- w miarę możliwości w ramach obowiązujących przepisów prawa pracy i prawa spółek, spółka powinna zastrzec sobie prawo zwrotu wynagrodzenia opartego na wynikach, które zostało wypłacone lub nabyte przez dyrektorów wykonawczych na podstawie sfalszowanych danych;
- odprawy dla zarządu powinny odpowiadać maksymalnie całkowitemu wynagrodzeniu z dwóch lat, jednakże nie powinno być ono wypłacone w przypadku, gdy menedżer otrzymuje wypowiedzenie ze względu na słabe wyniki. Ograniczenie dwóch lat nie może zostać pominięte ze względu na długi okres wypowiedzenia bądź w inny sposób;
- uprawnienia emerytalne powinny być w pełni ujawnione oraz powinno się unikać podwyżek z tego tytułu dla dyrektorów. Wszystkie świadczenia w naturze także powinny być wliczane do wynagrodzenia i z tego tytułu powinny być w pełni ujawnione.

Reakcją Komisji Europejskiej na światowy kryzys ekonomiczny było opublikowanie kolejnego Zalecenia¹⁷⁷, uzupełniającego Zalecenie z 2004 roku, poświęconego problemom polityki wynagradzania dyrektorów. Przepisy znajdujące się w tym dokumencie dotyczą takich obszarów jak: struktura wynagrodzeń w odniesieniu do dyrektorów, wynagrodzenie oparte na akcjach, jawność polityki wynagrodzeń dyrektorów, głosowanie akcjonariuszy oraz komitet ds. wynagrodzeń.

W przypadku struktury wynagrodzeń Komisja Europejska zaleca, by stała część wynagrodzenia menedżera była określona na takim poziomie, by spółka mogła wstrzymać się z wypłatą zmiennych elementów wynagrodzenia w momencie, gdy przedsiębiorstwo osiąga niezadowalające wyniki. W przypadku, gdy spółka przyznaje dyrektorowi wynagrodzenie składające się ze zmiennych składników, znaczna ich część powinna być odroczone na pewien okres czasu, zanim osoba zarządzająca otrzyma do nich uprawnienia. Komisja jednakże nie podaje, ile ten okres powinien trwać. Jeżeli menedżer otrzymał wynagrodzenie na podstawie nieprawdziwych danych, przedsiębiorstwo może zażądać zwrotu zmiennych składników wynagrodzenia.

Odnosnie wynagrodzenia opartego na własności Komisja Europejska zaleca, by menedżer miał możliwość sprzedania akcji dopiero po upływie minimalnego okresu czasu –

¹⁷⁷ Zalecenie Komisji z dnia 30 kwietnia 2009 roku uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym 2009/385/WE, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 15.05.2009 r.

przykładowo trzech lat – od momentu przyznania ich w formie wynagrodzenia. Dodatkowo osoba zarządzająca powinna zatrzymać pewną liczbę akcji do momentu zakończenia pełnienia swojej funkcji w przedsiębiorstwie.

Komisja zaleca także, by deklaracja dotycząca wynagrodzeń dyrektorów, o której była mowa w Zaleceniu Komisji z dnia 14 grudnia 2004 roku¹⁷⁸, była publikowana przez spółki w sposób przejrzysty i zrozumiały. Dodatkowo deklaracja ta, oprócz zaleceń znajdujących się w dokumencie z 2004 roku, powinna zawierać także¹⁷⁹:

- objaśnienie sposobu, w jaki wybór kryteriów wynikowych przyczynia się do długofalowych interesów przedsiębiorstwa;
- objaśnienie metod stosowanych do rozstrzygnięcia, czy spełnione zostały kryteria wynikowe;
- wystarczające informacje na temat okresu odroczenia w odniesieniu do zmiennych składników wynagrodzenia;
- wystarczające informacje dotyczące polityki w odniesieniu do odpawy z tytułu rozwiązania umowy;
- wystarczające informacje na temat okresu odroczenia w odniesieniu do wynagrodzenia opartego na akcjach;
- wystarczające zalecenia dotyczące polityki w odniesieniu do zachowania akcji po ich nabyciu;
- wystarczające informacje dotyczące składu grup analogicznych przedsiębiorstw, których polityka w sferze wynagrodzeń podlegała zbadaniu w trakcie określania polityki wynagrodzeń danego przedsiębiorstwa.

Istotne jest również, aby zachęcać wszystkich akcjonariuszy, w szczególności inwestorów instytucjonalnych, do aktywnego uczestnictwa w corocznych walnych zgromadzeniach. Odnośnie komitetu ds. wynagrodzeń Komisja zaleca, aby co najmniej jeden członek tego komitetu posiadał wiedzę i doświadczenie w zakresie polityki wynagrodzeń. Korzystając z pomocy doradcy ds. wynagrodzeń, komitet powinien zadbać o jego niezależność w stosunku do przedsiębiorstwa. Komitet ds. wynagrodzeń zobowiązany jest do składania sprawozdania ze swojej działalności akcjonariuszom.

¹⁷⁸ Zalecenia Komisji z dnia 14 grudnia 2004 roku..., op. cit.

¹⁷⁹ Zalecenie Komisji z dnia 30 kwietnia 2009 roku..., op. cit., pkt 5.2.

2.4.2. Propozycje zmian w polityce wynagradzania w USA

Kryzys finansowy zapoczątkowany w 2008 roku załamaniem na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych wywarł ogromny wpływ nie tylko na kondycję gospodarek na całym świecie, ale przyczynił się do poważnej rewizji stosowanych dotychczas rozwiązań regulacyjnych¹⁸⁰. W Stanach Zjednoczonych zostały podjęte kroki mające na celu poprawę standardu *corporate governance*, które zawiodły w 2008 roku. Z listy licznych inicjatyw regulacyjnych, które zostały zgłoszone i przyjęte na posiedzeniach senatu, zostały przedstawione te, w których pojawiły się przepisy regulujące wynagrodzenie menedżerów.

W 2009 roku Senat i Izba Reprezentantów Stanów Zjednoczonych przyjął ustawę¹⁸¹, w której zostało uregulowane wynagrodzenie dyrektorów wykonawczych w przedsiębiorstwach, które skorzystały z rządowej pomocy finansowej TARP (*Troubled Asset Relief Program*). Dokument zaleca, by tworzyć takie wynagrodzenie dla dyrektorów wykonawczych, które wyklucza zachęty sprzyjające podejmowaniu niepotrzebnego i nadmiernego ryzyka w okresie, w którym zobowiązanie z tytułu pomocy finansowej udzielonej w ramach TARP pozostaje nieuregulowane. Dodatkowo zakazuje się w takich spółkach wykorzystywania tak zwanych „złotych spadochronów” w ramach wynagrodzenia pięciu najlepiej opłacanych menedżerów. Ustawa ogranicza także możliwość wynagradzania dyrektorów wykonawczych za pomocą akcji z ograniczonym prawem sprzedaży, w zależności od wielkości pomocy finansowej udzielonej w ramach TARP¹⁸². W spółkach, które otrzymały pomoc finansową w ramach TARP, akcjonariusze mają prawo głosować nad przyjęciem proponowanego wynagrodzenia menedżerów¹⁸³. Ich aprobata nie jest jednak wiążąca dla rady spółki.

Rok później Senat i Izba Reprezentantów Stanów Zjednoczonych przyjął ustawę „*Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*”¹⁸⁴. Dokument ten zawiera przepisy dotyczące niezależności komitetu ds. wynagrodzeń, ujawniania wynagrodzeń dyrektorów wykonawczych, czy też struktury wynagrodzeń.

¹⁸⁰ M. Aluchna, O. Mikołajczyk, *Dodd – Frank Act jako amerykańska odpowiedź na kryzys finansowy*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Zeszyt Naukowy 112, 2011, s. 36.

¹⁸¹ *American Recovery and Reinvestment Act of 2009*, Washington, January 6, 2009.

¹⁸² Title VII – Limits on Executive Compensation, *American Recovery and Reinvestment Act of 2009*, SEC. 111. Executive compensation and Corporate Governance, pkt b.3.D.

¹⁸³ 9 banków postanowiło zwrócić pomoc finansową w ramach TARP, ponieważ nie chciały się zgodzić na ten przepis ustawy.

¹⁸⁴ *Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Washington, January 5, 2010.

W przypadku komitetu ds. wynagrodzeń ustawa nakazuje, by wszystkie osoby wchodzące w jego skład spełniały kryteria niezależności. Odnośnie niezależności dokument precyzuje, iż niezależna osoba to taka, która nie jest w jakikolwiek sposób powiązana z akcjonariuszami, samą spółką bądź też spółkami od niej zależnymi oraz nie otrzymuje żadnego dodatkowego wynagrodzenia od spółki (np. za doradztwo lub konsultacje) oprócz tego, które jej się należy z tytułu członkostwa w radzie. Jeżeli chodzi o konsultantów ds. wynagrodzeń, z których usług korzysta komitet, ustawa zaleca by byli oni niezależni oraz podaje warunki ich niezależności¹⁸⁵.

W zakresie transparentności wynagrodzenia dyrektorów wykonawczych w ustawie Dodd – Frank znajdują się przepisy mówiące, by spółka ujawniała informacje pokazujące związek między aktualnym wynagrodzeniem menedżerów i wynikami finansowymi spółki, biorąc pod uwagę zmiany w cenie akcji spółki oraz wielkości dywidendy wypłacanej akcjonariuszom. Zaleca się także, by informacje te prezentowane były także w formie graficznej. Przedsiębiorstwo powinno dodatkowo ujawniać¹⁸⁶:

- a) medianę rocznego wynagrodzenia wszystkich pracowników przedsiębiorstwa, z wyjątkiem prezesa (lub osoby na równoważnym stanowisku);
- b) roczne całkowite wynagrodzenie prezesa spółki (lub osoby zajmującej równoważne stanowisko);
- c) stosunek wielkości opisanej w pkt a) do wielkości opisanej w pkt b).

Ustawa *Dodd – Frank Act* nakazuje również, by przedsiębiorstwa podawały informacje na temat struktury wszystkich przyjętych przez nie programów motywacyjnych. Niemniej jednak nie oznacza to, iż spółka musi ujawniać wynagrodzenie poszczególnych pracowników związane z tymi programami. Dokument przestrzega także przed tworzeniem przez radę spółki struktury wynagrodzeń, które zachęcałyby dyrektorów do podejmowania nadmiernego ryzyka.

W kwietniu 2012 roku została wydana kolejna edycja *Code of Federal Regulation*¹⁸⁷. W rozdziale 17 – „*Commodity and Securities Exchanges*” – znajdują się przepisy dotyczące wynagrodzenia dyrektorów wykonawczych, w szczególności w zakresie poziomu ich transparentności. Dokument zaleca, by każda spółka w publikowanym raporcie o wynagrodzeniach zamieszczała tabelę podsumowującą wynagrodzenie poszczególnych

¹⁸⁵ SEC. 952. Compensation Committee Independence, *Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, SEC. 10C. Compensation Committee, pkt b.2.

¹⁸⁶ SEC. 953. Executive Compensation Disclosures, *Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, pkt b.1.

¹⁸⁷ *Code of Federal Regulations*, Title 17 Commodity and Securities Exchanges, Parts 200 to 239, April 2012.

dyrektorów wykonawczych dla trzech ostatnich lat, z podziałem na poszczególne składniki, to znaczy wynagrodzenie podstawowe, premie, akcje, opcje na akcje, programy motywacyjne nie oparte na własności oraz inne wynagrodzenie. W tabeli tej należy także podać łączną kwotę wynagrodzenia oraz stanowisko zajmowane przez danego dyrektora.

W *Code of Federal Regulations* znajdują się także przepisy zalecające tworzenie osobnych tabel dla poszczególnych elementów wynagrodzenia pokazujących, jak ich poziom kształtował się w ciągu roku obrotowego. Dodatkowo spółka powinna stworzyć tabelę przedstawiającą poziom wynagrodzenia dyrektorów wykonawczych w danym roku z podziałem na poszczególne elementy. W przypadku, gdy w ramach wynagrodzenia menedżerów występują „złote spadochrony” zaleca się, by stworzyć osobną tabelę, w której zostaną przedstawione dokładne informacje o tym składniku wynagrodzenia¹⁸⁸.

2.4.3. Nowe platformy dialogu w spółkach

Rozproszony akcjonariat powoduje, że akcjonariusze nie mają ochoty ponosić dodatkowych kosztów związanych z monitorowaniem działań kadry zarządzającej. Z tego też powodu mają ograniczone możliwości oddziaływania na menedżerów, poprzez wpływanie na wynagradzanie kierownictwa. Dało to asumpt do stworzenia nowych regulacji dających więcej władzy akcjonariuszom. Za przykładem Wielkiej Brytanii¹⁸⁹, amerykańska ustawa *Dodd – Frank Act*¹⁹⁰ przyznała nowe przywileje akcjonariuszom poprzez możliwość głosowania nad przyjęciem polityki wynagradzania dyrektorów proponowanej przez radę spółki. Trzy główne postulaty z tym związane to: „*Say – on Pay*”, „*Say – on – Frequency*” i „*Say – on – Golden Parachute*”.

Pierwsza z nich mówi o tym, że nie rzadziej niż raz na trzy lata spółka musi przeprowadzić głosowanie akcjonariuszy podczas corocznego walnego zgromadzenia lub specjalnie do tego celu zorganizowanego spotkania nad przyjęciem niewiążącej uchwały akceptującej wynagrodzenie dyrektorów wykonawczych. By móc w pełni zrozumieć przedmiot głosowania, jakim jest wynagrodzenie menedżerów, akcjonariusze powinni mieć dostęp do szczegółowych informacji na ten temat. Ujawnieniu powinien podlegać raport podsumowujący wynagrodzenie zawierający takie elementy, jak: wynagrodzenie podstawowe, premie, akcje i opcje na akcje oraz całkowite wynagrodzenie dla

¹⁸⁸ Ibidem, s. 417.

¹⁸⁹ Taki przepis można znaleźć między innymi w: *The Combined Code on Corporate Governance*, Financial Reporting Council, July 2003.

¹⁹⁰ *Dodd – Frank Wall Street...*, op. cit.

poszczególnych dyrektorów wykonawczych. Dodatkowo raport powinien zawierać informacje na temat „złotych spadochronów” i odpraw emerytalnych, a także wyjaśnienie rady spółki dlaczego zdecydowała się na takie elementy wynagrodzenia. Celem głosowania „*Say – on – Pay*” jest ograniczenie możliwości pojawienia się nadmiernego wynagradzania menedżerów bez wiedzy akcjonariuszy oraz skonstruowanie wynagrodzenia, które będzie motywować dyrektorów do działań zapewniających maksymalizację długookresowej wartości spółki.

Drugi przepis – „*Say – on – Frequency*” – zobowiązuje spółki do organizowania spotkania właścicieli akcji, nie rzadziej jednak niż raz na sześć lat, na którym będą głosować nad niewiązącą uchwałą dotyczącą obowiązku głosowania „*Say – on – Pay*” co rok, dwa lata bądź trzy lata. Dzięki temu głosowaniu wiadomo przez jaki okres czasu przyjęta przez akcjonariuszy uchwała, dotycząca wynagrodzenia dyrektorów wykonawczych, będzie obowiązywać.

Trzeci postulat zawarty w ustawie dający głos akcjonariuszom to „*Say – on – Golden Parachute*”. W przypadku, gdy spółka w ramach wynagrodzenia dyrektorów wykorzystuje „złote spadochrony” i nie były one częścią głosowania „*Say – on – Pay*”, zobowiązana jest do zorganizowania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia. Na nim właściciele akcji, poprzez niewiązącą uchwałę, będą decydować, czy akceptują tego typu wynagrodzenie w przypadku fuzji, przejęcia lub innej transakcji tego typu¹⁹¹. Przepis ten zobowiązuje przedsiębiorstwa do ujawniania, w prosty i jasny sposób, wszystkich elementów płacy menedżera i ich wielkości, jakie otrzyma w momencie przejęcia spółki.

Aby przepisy dotyczące wzmocnienia roli akcjonariuszy w decydowaniu o wynagrodzeniach menedżerów mogły być w pełni wykorzystane przez właścicieli akcji, spółki są zobowiązane ujawniać następujące informacje¹⁹²:

- główny efekt głosowania, w tym czy ma charakter wiążący czy nie;
- częstotliwość głosowania i jego następny termin;
- czy wyniki ostatniego głosowania miały wpływ na politykę wynagradzania, a jeśli tak, to w jaki sposób;
- liczbę głosów na każdą z czterech opcji częstotliwości głosowania: rok, dwa lata, trzy lata, wstrzymali się od głosowania.

¹⁹¹ SEC Adopts Say – on – Pay Rules, „Morrison / Foerster”, January 31, 2011, s. 1.

¹⁹² S. H. Harris, M. Mecenas, J. M. Poerio, *Final say on pay rules – no surprises, other than from shareholders*, Paul Hastings Stay Current, February 2011, s. 3.

Należy jednak pamiętać, że głosowanie akcjonariuszy ma charakter niewiążący. Oznacza to, że nawet jeśli większość akcjonariuszy będzie głosować przeciw obecnemu wynagrodzeniu menedżerów, to rada dyrektorów nie jest zobowiązana do jego zmiany¹⁹³. Niemniej jednak ciągle ignorowanie decyzji akcjonariuszy przez radę spółki może przynieść negatywne konsekwencje w postaci utraty zaufania inwestorów, bądź też wymiany składu rady. Praktyki pokazały, że wiele rad, po wyrażeniu niezadowolenia z istniejącej polityki wynagradzania przez akcjonariuszy (poprzez negatywny wynik głosowania), decyduje się na jej modyfikację. Instrumenty typu „say –on – pay” tworzą zatem nową płaszczyznę dialogu akcjonariuszy i menedżerów, ponieważ sama wysoka transparentność wynagrodzeń nie gwarantuje jeszcze aktywnego zaangażowania się akcjonariuszy w proces tworzenia systemów wynagradzania menedżerów¹⁹⁴.

2.4.4. Kodeksy Dobrych Praktyk wybranych krajów UE

Wiele krajów unijnych po wybuchu kryzysu finansowego zdecydowało się na zmiany w narodowych kodeksach dobrych praktyk. Celem tych nowelizacji było zrewidowanie przepisów związanych z nadzorem korporacyjnym i dostosowanie ich do nowych zaleceń wydanych przez Unię Europejską. Jednym z obszarów, które zostały poddane korekcie była polityka wynagradzania menedżerów. Poniżej zaprezentowane zostaną przepisy dotyczące wynagrodzeń dyrektorów znajdujące się w kodeksach dobrych praktyk wybranych krajów Unii Europejskiej.

W niemieckich regulacjach środowiskowych¹⁹⁵ część przepisów, dotyczących polityki wynagradzania dyrektorów, w dokumentach wydanych po 2008 roku, została pozostawiona w tej samej postaci, w porównaniu do ich odpowiedników we wcześniejszych wersjach kodeksu¹⁹⁶. W części natomiast zaszły pewne zmiany. W kodeksach wydanych po wybuchu kryzysu finansowego znalazło się dodatkowe zalecenie dotyczące zewnętrznych konsultantów ds. wynagrodzeń. W przypadku, gdy rada nadzorcza korzysta z usług zewnętrznych ekspertów ds. wynagrodzeń, musi zagwarantować, że są oni niezależni w stosunku do członków zarządu i samej spółki. Odnośnie struktury wynagrodzenia poszczególnych

¹⁹³ J. Cai, J. Garner, R. Walkling, *Shareholder access to the boardroom: a survey of recent evidence*, „Journal of applied Finance. Theory, Practice, Education”, vol. 20, no. 2, 2010, s. 20.

¹⁹⁴ P. Urbanek, *Kryzys finansowy...*, op. cit. S. 93.

¹⁹⁵ *German Corporate Governance Code*, Government Commission, June 6, 2008; *German Corporate governance Code*, Government Commission, June 18, 2009; *German Corporate Governance Code*, Government Commission, May 26, 2010.

¹⁹⁶ *German Corporate Governance Code*, Government Commission, June 14, 2007, pkt 4.2.1, pkt 4.2.5.

członków zarządu także pojawiła się zmiana. Podobnie jak we wcześniejszych wersjach kodeks zaleca, by wynagrodzenie pieniężne zawierało część stałą i zmienną (np. akcje, opcje na akcje). Jednakże zmieniły się zalecenia dotyczące składu zmiennych elementów wynagrodzenia. Rada nadzorcza musi zadbać, by zmienna część wynagrodzenia była uzależniona od długookresowych wyników. Dodatkowo kodeks rekomenduje, aby wynagrodzenie było skonstruowane w taki sposób, by nie zachęcać menedżerów do podejmowania nadmiernego ryzyka. Przedsiębiorstwo zobowiązane jest także do ujawniania wynagrodzenia poszczególnych członków zarządu z wyszczególnieniem części stałej i zmiennej.

W Wielkiej Brytanii co roku wydawana jest kolejna wersja kodeksu dobrych praktyk¹⁹⁷. Zmiany jakie zaszły w kodeksie po wybuchu kryzysu finansowego są raczej niewielkie. W nowych wersjach zaleca on, by część wynagrodzenia powiązanego z wynikami spółki dla osób zarządzających była skonstruowana w taki sposób, by nagradzać długookresowe sukcesy przedsiębiorstwa. Odszedł on także od zalecenia, by ten typ wynagrodzenia stanowił znaczną część całkowitego wynagrodzenia poszczególnych menedżerów.

Największe zmiany w kodeksach dobrych praktyk po wybuchu kryzysu finansowego zaszły we Francji. Wśród wydawanych regulacji środowiskowych najbardziej znane to *Recommendations on Corporate Governance*¹⁹⁸ i *Corporate Governance of Listed Corporations*¹⁹⁹. Zakładają one, że komitet ds. wynagrodzeń powinien uczestniczyć w tworzeniu wynagrodzeń dyrektorów. Wynagrodzenie to powinno składać się z części stałej i zmiennej, opcji na akcje, akcji, odpraw pieniężnych i odpraw emerytalnych. Decydując się na dane wynagrodzenie, komitet ds. wynagrodzeń powinien wziąć pod uwagę następujące elementy²⁰⁰:

- kompletność (*comprehensiveness*) – wynagrodzenie określone przez ten proces powinno być kompletne. Stałe elementy, zmienne elementy (premie), opcje na akcje, akcje, wynagrodzenie pieniężne dyrektorów, warunki emerytalne oraz specjalne świadczenia muszą być brane pod uwagę przy ustalaniu ogólnego poziomu wynagrodzeń;

¹⁹⁷ *The UK Corporate Governance Code*, Final Reporting Council, June 2008; *2009 Review of the Combined Code: Final Report*, Final Reporting Council, December 2009; *The UK Corporate Governance Code*, Final Reporting Council, June 2010.

¹⁹⁸ *Recommendations on corporate governance*, Industry Self Regulation and Guidance, January 2008; *Recommendations on corporate governance*, Industry Self Regulation and Guidance, January 2010; *Recommendations on corporate governance*, Industry Self Regulation and Guidance, January 2011.

¹⁹⁹ *Corporate Governance Code of Listed Corporations*, AFEP, December 2008; *Corporate Governance Code of Listed Corporations*, AFEP, April 2010.

²⁰⁰ *Corporate Governance Code of Listed Corporations*, AFEP, April 2010, pkt 20.1.

- równowaga między poszczególnymi składnikami wynagrodzenia (*balance*) – każdy składnik wynagrodzenia musi być uzasadniony i zgodny z ogólnym interesem spółki;
- wzorzec (*benchmark*) – wynagrodzenie musi być oceniane w kontekście działalności sektora i wzorca europejskiego lub globalnego rynku;
- spójność (*consistency*) – wynagrodzenie dyrektora wykonawczego ustalone jest w sposób zgodny z wynagrodzeniem innych dyrektorów i pracowników przedsiębiorstwa;
- przejrzystość zasad (*clarity of the rules*) – zasady muszą być proste, stabilne i przejrzyste. Kryteria wynikowe stosowane w celu określenia zmiennej części wynagrodzenia bądź w przypadkach przyznawania opcji i akcji, muszą pokrywać się z celami spółki oraz być wymagające, możliwe do wytłumaczenia w najszerszym możliwym zakresie i długotrwale;
- rozsądnosc (*reasonableness*) – metoda ustalania wynagrodzenia oraz przyznawania opcji na akcje i akcji musi być wyważona i uwzględniać w tym samym czasie ogólny interes spółki, praktyki rynkowe i wydajność dyrektorów.

W obu francuskich kodeksach znajdują się także rekomendacje dotyczące poszczególnych składników wynagrodzenia menedżerów, a także poziomu ich transparentności. Zalecają one, by przedsiębiorstwa ujawniały informacje na temat wynagrodzeń poszczególnych dyrektorów wraz z podziałem na jego elementy składowe.

W Polsce Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie w 2012 roku wydała najnowszą wersję Dobrych Praktyk spółek notowanych na GPW²⁰¹. W porównaniu do wcześniejszych wersji kodeksów (sprzed wybuchu kryzysu finansowego)²⁰², dokument ten niewiele się różni. Zmianie uległo jedynie zalecenie dotyczące samej polityki wynagradzania, a mianowicie: „Spółka powinna posiadać politykę wynagrodzeń oraz zasady jej ustalania. Polityka wynagrodzeń powinna w szczególności określać formę, strukturę i poziom wynagrodzeń członków organów nadzorujących i zarządzających. Przy określaniu polityki wynagrodzeń członków organów nadzorujących i zarządzających spółki powinno mieć zastosowanie Zalecenie Komisji z 14 grudnia 2004 roku w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie (2004/913/WE) uzupełnione o Zalecenie Komisji Europejskiej z 30 kwietnia 2009 r. (2009/385/WE)”²⁰³.

²⁰¹ *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 21 listopada 2012 roku.

²⁰² *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 roku.

²⁰³ I Rekomendacje dotyczące dobrych praktyk spółek giełdowych, *Dobre praktyki spółek...*, op. cit., pkt 5.

Kryzys finansowy spowodował, że ponownie zwrócono uwagę na nadzór korporacyjny i jego niedoskonałości w zakresie regulacji polityki wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Warto zatem porównać, jakie kroki poczyniły poszczególne państwa w uregulowaniu tego obszaru *corporate governance*.

Tabela 2.3. przedstawia porównanie zmian jakie zaszły w regulacjach narodowych dotyczących transparentności polityki wynagradzania po wybuchu kryzysu finansowego.

Tabela 2.3. Zmiany w regulacjach narodowych dotyczących wynagrodzenia zawartych w kodeksach dobrych praktyk wybranych krajów po 2007 roku

	Polska	Niemcy	Wielka Brytania	Francja
opis polityki wynagradzania	X ¹			
komitet ds. wynagrodzeń				X ⁴
struktura wynagrodzenia poszczególnych menedżerów		X ²	X ³	
konsultant ds. wynagrodzeń		X		

¹Zmianie uległo zalecenie w tym obszarze.

²Pojawiły się nowe zalecenia dotyczące składu zmiennych elementów wynagrodzenia.

³Nastąpiły drobne zmiany w tym obszarze.

⁴Wprowadzono dodatkowe zalecenia w tym obszarze.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *German Corporate Governance Code*, Government Commission, June 6, 2008; *German Corporate governance Code*, Government Commission, June 18, 2009; *German Corporate Governance Code*, Government Commission, May 26, 2010; *The UK Corporate Governance Code*, Final Reporting Council, June 2008; *2009 Review of the Combined Code: Final Report*, Final Reporting Council, December 2009; *The UK Corporate Governance Code*, Final Reporting Council, June 2010; *Recommendations on corporate governance*, Industry Self Regulation and Guidance, January 2008; *Recommendations on corporate governance*, Industry Self Regulation and Guidance, January 2010; *Recommendations on corporate governance*, Industry Self Regulation and Guidance, January 2011; *Corporate Governance Code of Listed Corporations*, AFEP, December 2008; *Corporate Governance Code of Listed Corporations*, AFEP, April 2010; *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 21 listopada 2012 roku.

Dane zawarte w tabeli 6 pokazują, że po wybuchu kryzysu finansowego narodowe kodeksy praktyk uległy zmianie w niewielkim stopniu. Może wynikać to z faktu, iż przepisy dotyczące takich obszarów nadzoru korporacyjnego jak transparentność w zakresie polityki wynagradzania i wynagrodzeń kadry kierowniczej najwyższego szczebla, komitetu ds. wynagrodzeń i zasiadających w nim niezależnych członków, zostały wprowadzone znacznie wcześniej – po skandalach korporacyjnych na początku XXI wieku. Nowe standardy polityki wynagradzania znalazły mocniejsze umocowanie legislacyjne w postaci wprowadzenia ich do aktów normatywnych rangi ustawowej.

Przyglądając się regulacjom zawartym w kodeksach dobrych praktyk można zauważyć, że znajdujące się w nich przepisy dotyczące polityki wynagradzania są do siebie bardzo podobne. W szczegółowy sposób precyzują one obowiązki rady spółki, lub komitetu ds. wynagrodzeń, związane z tworzeniem wynagrodzenia dyrektorów. Zawierają także

wytyczne co do poszczególnych elementów wchodzących w skład wynagrodzenia oraz poziomu transparentności.

2.5. Podsumowanie

Skandale korporacyjne z początku XXI wieku, a także obecny kryzys finansowy uwiarydliły niedoskonałości nadzoru korporacyjnego. Oportunizm menedżerów w połączeniu z możliwościami wynikającymi z niedostatecznego nadzoru ograniczyły zaufanie społeczeństwa i inwestorów do rynku kapitałowego. Do tego dołożyły się źle skonstruowane kontrakty menedżerskie zachęcające do podejmowania nadmiernego ryzyka i skupiania się na krótkookresowych wynikach przedsiębiorstwa. Skutkiem tych wydarzeń były zmiany w regulacjach związanych z nadzorem korporacyjnym mające na celu poprawę skuteczności jego działania i niedopuszczenie do podobnych sytuacji w przyszłości. Szczególnie dużym zmianom została objęta polityka wynagradzania menedżerów.

Nowelizacje regulacji dotyczących polityki wynagradzania kadry zarządzającej, po wybuchu skandali korporacyjnych, skupiły się na czterech obszarach: powiązaniu wynagrodzeń z wynikami ekonomicznymi, transparentności wynagrodzeń, komitecie ds. wynagrodzeń oraz aprobacie akcjonariuszy dla programów partycypacji menedżerów we własności. Ich celem było zapewnienie zgodności działań menedżerów z interesami akcjonariuszy, poprzez powiązanie wynagrodzeń z wynikami osiąganymi przez przedsiębiorstwo. Poprawa przejrzystości spółek, między innymi w zakresie wynagrodzeń, była próbą wyeliminowania nieuczciwych działań kadry zarządzającej, stosującej takie mechanizmy jak „kreatywna księgowość”. Powołanie nowego organu – komitetu ds. wynagrodzeń – miało na celu uniknięcie sytuacji, gdy prezes i pozostali menedżerowie wpływali na poziom otrzymywanego wynagrodzenia. Konieczność aprobaty akcjonariuszy dla partycypacji wynagrodzeń we własności zwiększało ich rolę w monitorowaniu wynagrodzeń osób zarządzających.

Reformy te okazały się jednak niewystarczające. Po wybuchu kryzysu finansowego pojawiły się kolejne nowelizacje obejmujące regulacje w zakresie polityki wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Nowe zalecenia skupiły się na regulacji struktury wynagrodzenia, w szczególności wynagrodzenia zmiennego odroczonego. Pojawiły się także nowe regulacje dające akcjonariuszom większy wpływ (poprzez głosowanie na walnym zgromadzeniu) na tworzenie polityki wynagradzania osób zarządzających. Zwrócono także

uwagę na to, że wynagrodzenie kary kierowniczej nie powinno zachęcać do podejmowania nadmiernego ryzyka.

Rozdział 3

Nadzór korporacyjny i polityka wynagradzania menedżerów w sektorze bankowym

3.1. Specyfika nadzoru korporacyjnego w sektorze bankowym

Kryzys finansowy pokazał, jakie konsekwencje może ponieść cała gospodarka w przypadku nieodpowiedniego nadzoru korporacyjnego w sektorze bankowym. Mimo roli, jaką pełnią banki dla prawidłowego funkcjonowania rynku, brakowało standardów *corporate governance* adresowanych specjalnie dla tego sektora. W końcu banki to spółki, które posiadają akcjonariuszy, kredytodawców, radę spółki czy też konkurentów²⁰⁴. Sugerowałoby to, że nadzór korporacyjny w sektorze bankowym można utożsamiać z *corporate governance* pozostałych sektorów gospodarki.

Jest to jednak błędne myślenie. Instytucje działające w sektorze usług finansowych posiadają specyfikę różniącą je od korporacji działających w innych sektorach gospodarki. W dyskusjach teoretycznych podkreśla się, że odmienne uwarunkowania działalności gospodarczej prowadzonej w bankach determinują konieczność stosowania odmiennych standardów niż ma to miejsce w innych sektorach gospodarki.

Można wskazać wiele czynników, które składają się na specyfikę banków. Wśród najczęściej wymienianych różnic można wymienić niedopasowanie obu stron bilansu. Wynika to z faktu, iż w bankach aktywa mają dłuższy termin zapadalności niż zobowiązania. Banki wyróżnia także to, iż są one dla siebie zarówno konkurentami w walce o klientów, jak i partnerami biznesowymi, co wymaga od nich ciągłej współpracy. To, co wyróżnia sektor bankowy od innych sektorów gospodarki, to wyższa podatność na zjawiska „jazdy na gapę” i pokusy nadużycia. W bankach występuje także znacznie wyższy wskaźnik zadłużenia. W sektorze bankowym powszechne jest, by wskaźnik ten osiągał wartość ponad 90%, podczas gdy w spółkach niefinansowych wynosi on średnio około 40%²⁰⁵.

²⁰⁴ R. Levine, *The corporate governance of banks: A concise discussion of concepts and evidence*, Global Corporate Governance Forum, Washington, 2003, s. 2.

²⁰⁵ H. Mehran, A. Marrison, J. Shapiro, *Corporate governance and banks: What have we learned from the financial crisis?*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report no. 502, 2011, s. 3.

Konsekwencją tego jest to, że konflikt pomiędzy akcjonariuszami i wierzycielami jest bardziej dotkliwy dla banków, niż innych spółek²⁰⁶.

W przeciwieństwie do typowej spółki niefinansowej, znacząca część portfela banku (która jest w postaci instrumentów pochodnych i papierów wartościowych z wbudowanymi opcjami) charakteryzuje się wahaniami w poziomie ryzyka, nawet jeśli bank nie podejmuje nowych pozycji. Wynika to z faktu, iż złożone instrumenty pochodne są narażone na ryzyko, które jest bardzo podatne na warunki panujące na rynku. W związku z tym nawet niewielka zmiana na rynku może spowodować drastyczne zmiany w wycenie instrumentów pochodnych.

Sektor bankowy jest bardzo uregulowany. Ze względu na znaczenie banków w gospodarce, brak przejrzystości w aktywach i działalności banków, a także dlatego, że banki są znaczącym źródłem dochodów podatkowych, rządy nakładają na nie szereg regulacji ostrożnościowych²⁰⁷. Obejmują one między innymi poziom ryzyka, jaki bank może ponieść, prawa wierzycieli, ochronę deponentów i akcjonariuszy (przede wszystkim akcjonariuszy mniejszościowych).

Wymienione cechy charakteryzujące sektor bankowy powodują, że nadzór korporacyjny w instytucjach finansowych w znaczący sposób różni się od *corporate governance* w innych sektorach gospodarki.

3.1.1. Bank jako instytucja zaufania publicznego

Podstawą funkcjonowania banków jest zaufanie społeczne. Wynika to z faktu, iż społeczeństwo powierza tym instytucjom wypracowany przez siebie kapitał finansowy w celu pomnożenia go (poprzez założenie lokaty bankowej), bądź też do swobodnego i bezpiecznego korzystania z kapitału (poprzez założenie rachunku bankowego). Z tego powodu banki podlegają regulacjom prawnym w znacznie większym zakresie niż inne podmioty gospodarcze. Posiadają także skomplikowane, często bardzo liczne grupy interesariuszy, monitoring prowadzony przez nadzór bankowy, agencje ratingowe, zalecenia i rekomendacje międzynarodowe, a w wypadku banków publicznych również regulacje

²⁰⁶ G. Ferrarini, M. C. Ungureanu, *Economic, politics, and the international principles for sound compensation practices: an analysis of executive pay at European banks*, "Vanderbilt Law Review", vol. 64:2:431, 2011, s. 439.

²⁰⁷ R. Levine, *The corporate governance...*, op. cit., s. 3.

wynikające z ich statusu (na przykład dotyczące ładu informacyjnego)²⁰⁸. Działalność banków jest zatem przedmiotem zainteresowania nie tylko instytucji posiadających administracyjne narzędzia oddziaływania (dyscyplina regulacyjna), ale także samych uczestników rynków, którzy mimo, iż nie mają do dyspozycji takich środków, to jednak w pewnym stopniu wpływają na decyzje zarządcze (dyscyplina rynkowa).

Nadzór bankowy odgrywa istotną rolę nie tylko ze względu na ochronę deponentów poprzez zagwarantowanie bezpieczeństwa funduszy skumulowanym na rachunkach bankowych, ale również z uwagi na zapewnienie rynkowi bankowemu warunków właściwego funkcjonowania, jego stabilności i przejrzystości²⁰⁹. Dodatkowo efektywne praktyki nadzoru korporacyjnego mają fundamentalne znaczenie dla zdobycia i utrzymania zaufania publicznego (do samego banku i całego systemu bankowego), niezbędnego dla prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego i całej gospodarki²¹⁰.

Należy pamiętać, że zaufanie społeczne jest bardzo kruche. Wynika to z faktu, iż ludzie powierzają instytucjom finansowym oszczędności całego życia. Powoduje to, iż jakiegokolwiek problemy jednego banku przyczyniają się do paniki i natychmiastowej reakcji społeczeństwa. Ludzie będą wyciągać swoje oszczędności – nie tylko z tego jednego, ale ze wszystkich banków – co będzie miało negatywne skutki dla całego rynku finansowego, a nawet całej gospodarki. Sektor bankowy może utracić zaufanie społeczne w bardzo prosty sposób, odzyskiwać je będzie natomiast przez wiele lat.

System bankowy jest istotnym elementem gospodarki. Wiąże się to z tym, iż w przeciwieństwie do innych spółek, gdzie podstawowym produktem są dobra i usługi, głównym produktem banku jest pieniądz w rozumieniu płatności. Konkurencyjny system bankowy będzie podlegał ciągłej zachęcie by powiększać podaż pieniądza nominalnego i tym samym zapoczątkować inflację²¹¹. Stabilność w poziomie cen (którego specjalnym przypadkiem jest stabilność ceny) i w trendzie oczekiwań wobec przyszłego przebiegu cen – które generalnie uznawane są za ważne dla dobrobytu społecznego – wymaga kontroli nad całkowitą ilością pieniądza dostarczonego przez system bankowy.

²⁰⁸ K. Misiólek, *Nadzór korporacyjny w bankach – wybrane zagadnienia*, w: P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 146.

²⁰⁹ A. Słomka – Gołębiowska, *Nadzór korporacyjny banków w Polsce w okresie kryzysu finansowego*, w: P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 174.

²¹⁰ M. Marcinkowska, *Jak wzmocnić władztwo korporacyjne w bankach?*, w: P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 156.

²¹¹ E. F. Fama, *Banking in the theory of finance*, „Journal of Monetary Economics”, no. 6, 1980, s. 43.

Bank jako instytucja zaufania społecznego pełni dwie podstawowe funkcje. Po pierwsze prowadzi usługi transakcyjne, pozwalające deponentom przeprowadzać wymianę kapitału, a także świadczy usługi w zakresie zarządzania portfelem. Dzięki tym usługom społeczeństwo jest w stanie efektywniej (szybciej, bezpieczniej) dokonywać transakcji niż miałyoby to miejsce, gdyby takie usługi nie istniały. Poza korzyściami jakie usługi transakcyjne przynoszą ich użytkownikom, są one bardzo zyskowe dla samych banków, które pobierają opłaty za możliwość wykonywania takich transakcji. Druga funkcja, jaką pełni bank, związana jest z makroekonomiczną rolą banku jako podmiotu zarządzającego portfelami. Bank nabywa papiery wartościowe od osób fizycznych i spółek (kredyt jest wszakże zakupem papierów wartościowych), które następnie oferuje jako portfel akcji (depozyty) innym osobom i spółkom²¹². W ten sposób banki znajdują się w centrum procesu, przy pomocy którego gospodarka wybiera swoje realne działania oraz sposób w jaki działania te są finansowane.

3.1.2. Problem agenta

Problem opisywany w teorii agencji, który oddaje istotę konfliktów interesów między różnymi podmiotami związanymi z działalnością korporacji i który determinuje rodzaj instrumentów nadzoru korporacyjnego, w przypadku banków jest bardziej skomplikowany²¹³. Wynika to między innymi z faktu, że w sektorze tym występuje wiele podmiotów, które mogą odgrywać rolę agenta. Wśród nich wymienić można²¹⁴:

- akcjonariuszy – zarówno akcjonariuszy dominujących / strategicznych, jak i akcjonariuszy mniejszościowych;
- radę spółki – zależni i niezależni członkowie rady, a także zewnętrzni i wewnętrzni członkowie rady;
- zarząd – poszczególni członkowie zarządu;
- wierzycieli – pracownicy, obligatariusze, deponenci, rząd.

W wyniku tego, iż w sektorze bankowym może pojawić się tyle rodzajów agentów, można wyróżnić trzy typy konfliktu interesów. Pierwsze dwa typy konfliktów, to znaczy konflikt występujący pomiędzy akcjonariuszami i menedżerami oraz konflikt występujący

²¹² Ibidem, s. 44.

²¹³ P. Urbanek, *Czy nadzór korporacyjny uchronił polskie banki przed kryzysem?*, „Finanse publiczne. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, issue no. 167/2011, s. 469 - 480.

²¹⁴ P. O. Mülbart, *Corporate governance of banks after the financial crisis – theory, evidence, reforms*, Law Working Papers no. 130/2009, 2010, s. 14.

między akcjonariuszem dominującym a akcjonariuszami mniejszościowymi, zostały szerzej opisane w pierwszym rozdziale rozprawy. W związku z tym autorka w tym miejscu skupi się jedynie na trzecim rodzaju konfliktu interesów, specyficznym dla sektora bankowego, który pojawia się między akcjonariuszami i deponentami.

Deponenci charakteryzują się dużo wyższą awersją do ryzyka w porównaniu do właścicieli akcji. Wynika to z faktu, iż ich interesy związane są ze zobowiązaniami banków i kluczowe dla nich jest bezpieczeństwo ich inwestycji, czyli są zainteresowani stabilnością banku w długiej perspektywie²¹⁵. Interesy akcjonariuszy natomiast związane są z kapitałem akcyjnym. Ich celem jest więc osiągnięcie długoterminowych korzyści, poprzez wyniki finansowe i zmiany cen rynkowych akcji.

W literaturze można spotkać także inny typ konfliktu interesów pojawiający się w bankach²¹⁶. Pierwszy występuje między bankiem, akcjonariuszami i menedżerami z jednej strony, a społeczeństwem z drugiej. Konflikt ten związany jest z ograniczoną odpowiedzialnością, wywołaną przez ubezpieczenie depozytów i dużym prawdopodobieństwem pomocy ze strony rządu (dzięki pieniądзом podatników), która powoduje, że banki świadomie podejmują ryzyko, które zwiększa oczekiwane zyski, ale zmniejsza dobrobyt społeczny²¹⁷. Drugi typ konfliktu występuje między bankiem, akcjonariuszami i kierownictwem z jednej strony (pryncypał), a pracownikami takimi jak handlowcy, bankierzy inwestycyjni, funkcjonariusze kredytowi czy brokerzy kredytów hipotecznych z drugiej strony (agent). Przyczyną jest różne nastawienie do ryzyka obu stron kontraktu. Wymienione typy pracowników generują nadmiernie wysokie ryzyko, które nie jest w interesie banku (uwzględniając ograniczoną odpowiedzialność banku i jej akcjonariuszy).

W zależności od sytuacji, menedżerowie i akcjonariusze mają możliwość uzyskania dodatkowych korzyści dzięki większej elastyczności w przesunięciu ryzyka. Kadra kierownicza, której część wynagrodzenia oparta jest na wynikach osiąganych przez bank, może z łatwością zmienić profil ryzyka banku w celu spełnienia uzgodnionych wyników docelowych. Dotyczy to w szczególności krótkoterminowych celów wynikowych. W przypadku akcjonariuszy, mogą oni w łatwy sposób wykorzystać deponentów i innych właścicieli długu poprzez oportunistyczne (*ex post*) przejście na bardziej ryzykowną strategię biznesową.

²¹⁵ P. Urbanek, *Polityka wynagradzania...*, op. cit., s. 494.

²¹⁶ C. E. Bannier, E. Feess, N. Packham, *Competition, bonuses, and risk – taking in the banking industry*, Oxford University Press, 2012.

²¹⁷ Ibidem, s. 2.

Problemów agenta pojawiających się w bankach nie da się całkowicie wyeliminować. Można je jednak ograniczyć. Dla dwóch pierwszych rodzajów konfliktu sposoby ich minimalizowania zostały szerzej opisane w rozdziale pierwszym. Dlatego też autorka przedstawia jedynie metody ograniczenia trzeciego typu konfliktu interesów pomiędzy akcjonariuszami i deponentami. Może on zostać zminimalizowany w trojaki sposób.

Po pierwsze, deponenci mogą stosować przymierze (*covenants*) uzgodnione z bankiem. Może ono polegać na sformułowaniu celów strategicznych banku, w których istotnym elementem jest konieczność stabilizacji finansowej banku, gwarantującej spłatę zobowiązań wobec deponentów. Przymierze takie może mieć również charakter pisemnej umowy zawartej między bankiem i deponentami, w której strony uzgadniają warunki spłaty długu przez spółkę.

Po drugie, konflikt ten może zostać ograniczony dzięki publicznej interwencji i nadzorze. Celem jest zapewnienie, by bank brał pod uwagę interesy deponentów. Można to osiągnąć poprzez wprowadzenie do rady banku przedstawicieli regulatorów, których zadaniem będzie uwzględnienie interesów wszystkich interesariuszy. Innym sposobem może być wprowadzenie odpowiednich przepisów do regulacji prawnych, dzięki którym deponenci będą mieli podstawy do walki o swoje prawa przed sądem.

Po trzecie, można wykorzystać finansowo niezainteresowanych dyrektorów, poprzez nieuzależnienie ich wynagrodzenia od zmian cen akcji²¹⁸. Takie posunięcie pozwoli ograniczyć ryzyko podejmowane przez kadrę zarządzającą, gdyż dyrektorzy, na których wynagrodzenie nie wpływa cena akcji spółki, będą zwracać większą uwagę na długookresową perspektywę przy podejmowaniu strategicznych decyzji. Spowoduje to zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa, który da deponentom większe poczucie bezpieczeństwa spłaty długu przez bank.

3.1.3. Dualizm relacji biznesowych

Specyfika działalności banków powoduje, że mogą one jednocześnie udzielić kredytu danej spółce i być jednym z jej akcjonariuszy. Jeżeli zaangażowanie kredytowe banku jest większe niż zaangażowanie kapitałowe, może to prowadzić do konfliktu interesów²¹⁹. Banki cenią sobie przede wszystkim bezpieczeństwo swoich kredytów. W związku z tym bank jako akcjonariusz będzie preferować projekty o niższym poziomie ryzyka, które zapewnią spółce

²¹⁸ P. O. Müllbert, *Corporate governance ...*, op. cit.s. 16.

²¹⁹ P. Urbanek, *Czy nadzór korporacyjny...*, op. cit., s. 3.

wysoką wartość bieżącą netto. Tego typu projekty zagwarantują, że bank (jako kredytodawca) zostanie spłacony. Takie działanie banku spowodowane jest tym, iż koszty związane z niespłaceniem przez przedsiębiorstwo kredytu znacznie przewyższają potencjalne straty w wyniku spadku ceny jego akcji.

Sektor bankowy jest jednym z niewielu sektorów w gospodarce, który prowadzi tak różnorodną działalność. Z jednej strony banki mogą osiągać zyski przez zarządzanie portfelem inwestycyjnym. Z drugiej strony instytucje te zarabiają dzięki udzielanym kredytom i pożyczkom.

Jedną z możliwości zainwestowania posiadanego kapitału przez banki jest kupno akcji spółek notowanych na giełdzie²²⁰. W takim przypadku podstawowym celem dla banku jest wartość dla akcjonariuszy. W przeciwieństwie do innych inwestorów banki zawsze stają się aktywnym akcjonariuszem. Wiąże się to z tym, iż banki jako gracze na giełdzie nastawieni są na inwestycje długoterminowe, w związku z czym nie interesują ich zmiany cen akcji w krótkim i ultrakrótkim okresie. Dzięki monitorowaniu działalności spółki są oni w stanie ograniczyć oportunistyczne zachowania kadry kierowniczej i wyeliminować niepożądane dla siebie decyzje. Spółki, w których jednym z akcjonariuszy jest bank, są w stanie przyciągnąć znacznie więcej inwestorów indywidualnych, którzy ze względu na niewielkie kapitały i brak specjalistycznej wiedzy nie decydują się na aktywny monitoring.

Banki udzielając kredytu przedsiębiorstwu jednocześnie angażuje się w jego monitorowanie. Wynika to z faktu, iż bank posiada motywację, doświadczenie i przewagę informacyjną, aby nadzorować taką spółkę²²¹. W momencie, gdy przedstawiciel banku zasiada w radzie spółki, redukuje to koszty akcji kredytowej dla spółki, ponieważ oprócz zmniejszenia skali asymetrii informacji, bank ma możliwość z pierwszej ręki monitorować podstawowe wyniki finansowe. Bank może mieć jednak motywację do korzystania z dostępu do niepublicznych informacji przedsiębiorstwa, aby zwiększyć swoje wypłaty, poprzez wpływ na stopę kredytową, strukturę i wysokość finansowania spółki, które zmniejszają ryzyko i maksymalizują zyski inwestycji udzielającej kredytu²²². W gospodarkach, w których banki mają silną, usankcjonowaną prawnie pozycję wobec kredytobiorców, spłata długu jest

²²⁰ W przypadku Stanów Zjednoczonych banki nie mogą być zaangażowane w tego rodzaju działalność.

²²¹ K. John, H. Mehran, Y. Qian, *Outside monitoring and CEO compensation in the banking industry*, "Journal of Corporate Finance", vol. 16, issue 4, 2010, s. 383 - 399.

²²² G. Markarian, A. Parbonetti, *Bankers on the board and the quality of earnings*, Working Paper, s. 8.

skuteczniej egzekwowana niż w gospodarkach, w których prawa kredytodawców są silnie ograniczone regulacjami prawnymi²²³.

3.1.4. Rynek kontroli korporacji

Rynek kontroli korporacji ma za zadanie motywować najwyższą kadre kierowniczą do działań zgodnych z długookresowym interesem spółki. W przypadku sektora bankowego mechanizm ten nie działa tak efektywnie, jak w innych sektorach gospodarki. Wynika to z dwóch elementów. Po pierwsze ścisła regulacja (ze względu na specyfikę działalności banków) ogranicza mechanizm fuzji i przejęć. Po drugie zaś zasada „zbyt duże żeby upaść” („*too big to fail*”) daje niektórym instytucjom finansowym przywileje, których nie można spotkać w innych sektorach gospodarki.

Fuzje i przejęcia są traktowane jako zdarzenia korporacyjne, które pomagają spółce tworzyć synergii oraz zapewnić trwałą przewagę konkurencyjną, ale jednocześnie tego rodzaju zdarzenia korporacyjne mają potencjał, by wywołać problemy w spółce, bez względu czy jest to bank, czy inna instytucja finansowa²²⁴. Dobrze przeprowadzona fuzja bądź przejęcie pozwalają osiągnąć dodatkowe korzyści takie jak: redukcja kosztów (synergia kosztów), wzrost dochodów (synergia dochodów), wymiana doświadczeń, a także dywersyfikacja ryzyka. Synergia kosztów wynika z udoskonalenia produktów banku, integracji zespołów pracowniczych oraz infrastruktury technologii informacyjnych. Synergia dochodów zaś pojawia się dzięki harmonizacji zakresu produktów, istniejącej komplementarności między działalnością banku, sprzedaży krzyżowej. Należy jednak pamiętać, że synergia dochodów jest znacznie trudniejsza do uzyskania niż synergia kosztów, gdyż zależy ona nie tylko od decyzji kadry zarządzającej, ale także od zachowania klientów.

W przypadku fuzji i przejęć nie da się określić ogólnych zasad oceny, ponieważ każda z nich zależy od: konkretnego kontekstu, w którym została przeprowadzona (takiego jak elastyczność rynku pracy, obowiązujące przepisy przejęcia, w tym szersze spektrum mechanizmów obronnych, płynność rynku kapitałowego, itp.), różnych wielkości instytucji, które brały w tym udział, struktury własności spółki (prywatna, hybrydowa, publiczna), a zwłaszcza specyficznych cech przejęcia (przyjazne lub wrogie, pieniężne lub kapitałowe,

²²³ A. Słomka – Golebiowska, *Efektywność nadzoru korporacyjnego sprawowanego przez bank w świetle badań empirycznych*, w: S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 258.

²²⁴ K. A. Goyal, V. Joshi, *Merger and acquisition in banking industry: a case study of ICICI Bank Ltd.*, „International Journal of Research in Management”, Issue 2, Vol. 2, 2012, s. 39.

itp.)²²⁵. Dlatego też każdą próbę fuzji lub przejęcia należy rozpatrywać osobno, nie uogólniając jej na cały sektor bankowy.

Mimo znaczącego wzrostu znaczenia rynku fuzji i przejęć w sektorze bankowym w Unii Europejskiej, w Stanach Zjednoczonych mechanizm ten jest najbardziej efektywny. Wielkość aktywów banków komercyjnych w Stanach Zjednoczonych wzrosło ze 167 milionów dolarów w 1984 roku do 893 milionów dolarów w 2011 roku, podczas gdy liczba banków w tym okresie spadła o ponad połowę²²⁶. Stany Zjednoczone są także najlepszym przykładem pokazującym związek między deregulacją w sektorze bankowym, a konsolidacją finansową. Zarówno unikalna struktura systemu bankowego Stanów Zjednoczonych, która występowała przez większość XX wieku, jak i jej późniejsze restrukturyzacje – spowodowane przez bezprecedensową falę fuzji banków – można bezpośrednio przypisać do regulacji sektora finansowego²²⁷.

Takie różnice w stosowaniu mechanizmu fuzji i przejęć w Unii Europejskiej i Stanach Zjednoczonych można wytłumaczyć w dwojaki sposób. Po pierwsze, może się to wiązać z tym, iż postrzeganie niedowartościowania akcji przez menedżerów banku nie prowadzi do rozwoju wyboru płatności w Europie. Po drugie, rynki kapitałowe w Europie wciąż nie są tak skuteczne jak w Stanach Zjednoczonych i nie biorą pod uwagę sygnałów wyceny wysyłanych przez banki licytujące poprawnie cenę akcji lub nie wierzą w przewartościowanie akcji przez bank licytujący²²⁸.

Efektywność rynku kontroli korporacji w sektorze bankowym zostaje ograniczona przez traktowanie części banków jako „za dużych żeby upaść”. W innych sektorach gospodarki nieumiejętne zarządzanie przedsiębiorstwem przez kadrę kierowniczą może prowadzić do jego bankructwa bez względu na to, czy chodzi o małą, lokalną spółkę, czy międzynarodową korporację. W przypadku sektora bankowego sytuacja jest inna. Możliwość bankructwa dużego banku oznacza znaczne straty dla innych podmiotów, firm i instytucji oraz tworzy zagrożenie destabilizacji systemu finansowego, a w konsekwencji pojawia się zagrożenie dla całej gospodarki²²⁹. Powoduje to, że rządy w momentach kryzysowych wspomagają banki zastrzykiem publicznych pieniędzy. Tego typu uzasadnienie interwencji

²²⁵ R. Ayadi, G. Pujals, *Banking mergers and acquisition in the EU: overview, assessment, and prospects*, SUERF – The European Money and Finance Forum, Vienna 2005, s. 21 – 22.

²²⁶ D. C. Wheelock, *Too big to fail: the pros and cons of breaking up big banks*, „The Regional Economist”, October 2012, s. 10.

²²⁷ J. Hagendorff, M. Collins, K. Keasey, *Bank deregulation and acquisition activity: the cases of the US, Italy and Germany*, „Journal of Financial Regulation and Compliance”, vol. 15, no. 2, 2007, s. 201.

²²⁸ P. Beitel, D. Schiereck, M. Wahrenburg, *Explaining the M&A – success in European bank mergers and acquisition*, „European Financial Management”, 10, 2004, s. 109 - 139.

²²⁹ D. C. Wheelock, *Too big to fail...*, op. cit., s. 10.

rządowej pogłębia problem pokusy nadużycia: duże banki, które uzyskały pomoc rządową, w okresie prosperity podejmowały znacznie większe ryzyko niż inne instytucje finansowe. Co więcej, problem pokusy nadużycia dostarcza zachętę, by banki rozrastały się tak by uznać je za strategiczne²³⁰.

W przypadku pojęcia „za duży żeby upaść” nie ma jednej, wspólnej definicji stosowanej przez wszystkich. Chociaż regulatorzy początkowo brali tylko pod uwagę rozmiar aktywów, bardziej aktualne definicje uwzględniają dodatkowe czynniki, takie jak złożoność i wzajemne powiązania systemowe²³¹. *The Office of the Comptroller of the Currency (OCC)*²³² w 1984 roku uznał, że 11 największych banków powinno być traktowane w ten sposób²³³. Nie ma jednak nigdzie podanej wielkości aktywów, od której można uważać, że dany bank spełnia już tę zasadę. Tabela 3.1. przedstawia 50 największych banków, które mogą być potencjalnie uznawane za strategiczne instytucje finansowe, których bankructwo może zagrozić stabilności całej gospodarki.

Tabela 3.1. 50 największych publicznych banków na świecie w 4 kwartale 2011 roku

Bank	Kraj pochodzenia	Wielkość aktywów (mld USD)	Aktywa (% w stosunku do krajowego PKB)
Deutsche Bank AG	Niemcy	3,082	84.9
BNP Paribas	Francja	2,746	97.8
Mitsubishi UFJ Financial Group	Japonia	2,722	46.5
HSBC Holdings Plc	Wielka Brytania	2,716	109.5
Barclays Plc	Wielka Brytania	2,390	96.3
Industrial & Comm. Bank of China	Chiny	2,380	34.1
Crédit Agricole	Francja	2,349	83.7
Royal Bank of Scotland Group Plc	Wielka Brytania	2,315	93.3
JPMorgan Chase & Co.	USA	2,266	14.8
Bank of America Corporation	USA	2,137	13.9
Mizuho Financial Group	Japonia	2,057	35.1
Citigroup Inc	USA	1,874	12.2
China Construction Bank	Chiny	1,852	26.5
Agricultural Bank of China	Chiny	1,824	26.1
Bank of China Limited	Chiny	1,814	26
ING Groep NV	Holandia	1,731	201.7
Banco Santander SA	Hiszpania	1,688	109.9
Société Générale	Francja	1,684	60
Sumitomo Mitsui Financial Group	Japonia	1,673	28.6
UBS AG	Szwajcaria	1,605	241
Lloyds Banking Group Plc	Wielka Brytania	1,567	63.2

²³⁰ Ch. Zhou, *Are banks too big to fail? Measuring systemic importance of financial institutions*, “International Journal of Central Banking”, vol. 6, no. 4, 2010, s. 206.

²³¹ J. R. Barth, A. Prabha, P. Swagel, *Just how big is the too big to fail problem?*, Milken Institute, March 2012, s. 1.

²³² Amerykański odpowiednik polskiej Komisji Nadzoru Finansowego, który zajmuje się nadzorem nad rynkiem bankowym.

²³³ E. Brewer III, J. Jagtiani, *How much did banks pay to become too big to fail and to become systematically important?*, Supersedes Working Paper 09 – 34, 2011, s. 15.

Wells Fargo & Company	USA	1,314	8.6
UniCredit SpA	Włochy	1,283	57.1
Credit Suisse Group AG	Szwajcaria	1,178	176.8
Commerzbank AG	Niemcy	997	27.5
Goldman Sachs Group Inc.	USA	924	6
Nordea Bank AB	Szwecja	906	158.5
Intesa Sanpaolo	Włochy	901	40.1
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Hiszpania	789	51.4
Metlife, Inc.	USA	800	5.2
Royal Bank of Canada RBC	Kanada	755	42.9
Morgan Stanley	USA	750	4.9
Commonwealth Bank of Australia	Australia	713	47.3
National Australia Bank	Australia	712	47.3
Toronto Dominion Bank	Kanada	689	39.2
Bank of Communications Co. Ltd	Chiny	686	9.8
Natixis	Francja	654	23.3
Westpac Banking Corporation	Australia	643	42.6
Danske Bank	Dania	613	175.7
Bank of Nova Scotia	Kanada	578	32.9
Standard Chartered Plc	Wielka Brytania	568	22.9
Banque Populaire (1)	Francja	563	20.1
Dexia	Belgia	557	105.2
Australia and NZ Banking Group	Australia	555	36.8
Resona Holdings Inc	Japonia	527	9
Banco do Brasil S.A.	Brazylia	512	20.4
Bank of Montreal-Banque de Montreal	Kanada	479	27.3
Fortis Bank -BNP Paribas Fortis	Belgia	465	87.9
Itaú Unibanco Holdings	Brazylia	452	17.9
Sumitomo Mitsui Trust Holdings	Japonia	435	7.4
Suma aktywów		65 470	

Źródło: J. R. Barth, A. Prabha, P. Swagel, *Just how big...*, op. cit., s. 42.

Ponieważ istnienie tego typu instytucji bankowych może powodować koszty dla podatników (związane z ratowaniem przez rząd banków przed bankructwem), powinno się ograniczyć występowanie tego typu spółek (na przykład poprzez kontrolowanie wielkości instytucji bankowych oraz zmniejszanie ich wielkości). Takie działania mogą być korzystne nie tylko dla społeczeństwa ale i dla samego sektora bankowego, gdyż zgodnie z oświadczeniem Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (*The Federal Reserve*): „Rynek zauważył, że niektóre spółki, które są uważane „za duże żeby upaść” stwarzają zagrożenie dla systemu finansowego. Po pierwsze zmniejsza to motywację akcjonariuszy, wierzycieli i kontrahentów tych spółek do dyscypliny w podejmowaniu nadmiernego ryzyka. Po drugie, powoduje to zniekształcenia konkurencji, ponieważ spółki postrzegane w ten sposób mogą często finansować się po niższych kosztach niż inne spółki. To zniekształcenie jest nieuczciwe wobec mniejszych spółek, szkodliwe dla konkurencji i tworzy tendencję do sztucznego zachęcania do dalszej konsolidacji i koncentracji w sektorze finansowym”²³⁴.

²³⁴ J. R. Barth, A. Prabha, P. Swagel, *Just how big...*, op. cit., s. 15.

3.1.5. Struktury własnościowo – kontrolne grup finansowych

Rozwój rynków finansowych w latach dziewięćdziesiątych dwudziestego wieku, jego liberalizacja, a także procesy globalizacyjne i nasilenie się międzynarodowej konkurencji doprowadziły do powstania nowych grup finansowych, które łączą świadczenie usług i dostarczanie produktów w różnych sektorach rynku finansowego. Takimi grupami są konglomeraty finansowe.

W literaturze można spotkać wiele definicji konglomeratu. Na forum międzynarodowym pod pojęciem konglomeratu finansowego rozumie się grupy podmiotów, które spełniają następujące kryteria²³⁵:

- obejmują swoim działaniem przynajmniej dwa z najważniejszych sektorów finansowych (bankowość, rynek kapitałowy, ubezpieczenia);
- ich działalność podstawowa ma miejsce w sektorze finansowym.

Inna definicja mówi, że za konglomerat finansowy uznaje się grupę skupiającą niepowiązane ściśle ze sobą ani kapitałowo, ani organizacyjnie, lecz mającą wspólny akcjonariat banki, firmy inwestycyjne oraz zakłady ubezpieczeń, w której podmioty te zachowują swoje cechy i uprawnienia, tworząc jednak pewną całość, świadczącą wspólnie usługi związane z różnymi sektorami rynku finansowego²³⁶. Pojęcie konglomeratu finansowego doczekało się swojego wyjaśnienia także w regulacjach unijnych. Jest ono podobne do definicji uzgodnionej na forum międzynarodowym. Jednakże podstawową różnicą jest wymóg, znajdujący się w regulacjach unijnych, prowadzenia działalności w sektorze bankowym lub usług inwestycyjnych oraz w sektorze ubezpieczeniowym.

Na świecie zostało rozpoznanych około 130 konglomeratów finansowych, z których większość pochodzi z krajów „Starej” Unii. W samej Holandii, gdzie liberalizacja podejścia do rozgraniczenia podziałów między rynkami finansowymi ma miejsce od początku lat dziewięćdziesiątych, według ostrożnych szacunków można mówić o ośmiu działających konglomeratach finansowych²³⁷. Z krajów „Nowej” Unii pochodzi tylko 5 konglomeratów (4 z Czech i 1 z Węgier). Przyczyną takiego stanu rzeczy jest struktura własności sektora

²³⁵ M. Iwanowicz – Drozdowska, *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, „Bank i Kredyt”, 6/2007, s. 4.

²³⁶ A. Jurkowska – Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, a Wolters Kluwer Business, Warszawa 2008, s. 52.

²³⁷ M. Burzyńska, *Identyfikacja konglomeratu finansowego – pierwszy krok do nadzoru uzupełniającego nad konglomeratami finansowymi*, „Bezpieczny Bank”, 2 (27) / 2005, s. 114.

instytucji finansowych w krajach „Nowej” Unii, jak również mniejsza skala działalności instytucji finansowych w tych krajach²³⁸.

W Polsce nie zidentyfikowano działającego polskiego konglomeratu, jednakże istnieją konglomeraty z udziałem polskich podmiotów działających w jednym z trzech sektorów (bankowym, ubezpieczeniowym, inwestycyjnym). Tabela 3.2. przedstawia przykłady polskich podmiotów, które mogą zostać zaliczone w skład konglomeratu finansowego.

Tabela 3.2. Potencjalne konglomeraty finansowe z udziałem polskich podmiotów regulowanych

nazwa grupy	siedziba koordynatora	polskie podmioty regulowane
Allianz	Niemcy	TU Allianz Polska SA TU Allianz Życie Polska SA TFI Allianz Polska SA
Banco Santander Central Hispano	Hiszpania	PTF Bank Polska SA
Danske Bank	Dania	Danske Bank Polska SA
DZ Bank Gruppe	Niemcy	DZ Bank Polska SA DM AmerBrokers SA
Eureko	Holandia	PZU SA ¹ PZU Życie SA TFI PZU SA
HSBC	Wielka Brytania	HSBC Bank Polska SA
ING	Holandia	ING Bank Śląski SA TUnŻ ING Nationale – Nederlanden SA ING TFI SA ING Investment Management (Polska) SA ING Securities SA Śląski Bank Hipoteczny SA
KBC	Belgia	Kredyt Bank SA TUiR Warta SA TUnŻ Warta Vita SA KBC TFI SA
Nordea	Szwecja	Nordea Bank Polska SA Nordea Polska TUnŻ SA
Rabo – Interpolis	Holandia	Rabobank Polska SA BGŻ SA ² Biuro Maklerskie BGŻ SA
Sampo	Finlandia	Sampo TUnŻ SA
Unicredito	Włochy	Bank Pekao SA CDM Pekao SA Pioneer Pekao TFI SA

¹ – na dzień 31.03.2005 r. Eureko BV posiadało 31,91% akcji PZU SA,

² – od 03.01.2005 r. Rabobank International Holding BV posiada 35,30% akcji BGŻ SA.

Źródło: J. Koleśnik, *Polskie konglomeraty finansowe – identyfikacja i wymogi nadzorcze*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Zeszyt Naukowy 65, 2006, s.20.

²³⁸ M. Iwanowicz – Drozdowska, *Integracja rynków...*, op. cit., s. 9.

Jednym z podstawowych celów powstania konglomeratu finansowego jest świadczenie różnorodnych usług finansowych w jednym miejscu. Dodatkowo założenie takiej organizacji gospodarczej może przyczynić się do osiągnięcia efektu synergii, redukcji kosztów, dywersyfikacji ryzyka podejmowanych operacji. Osiągnięcie tych korzyści pozwala na wzrost wartości dla akcjonariuszy, co wzmacnia pozycję konglomeratu na rynku.

Konglomerat finansowy to nie tylko korzyści, ale także różne zagrożenia. Najczęściej wymienia się tu: potencjalne ryzyko zarażenia, złożoności i koncentracji, tak zwane ryzyko grupowe, jak również problem „podwójnego uruchamiania funduszy”, to jest wielokrotnego wykorzystywania funduszy²³⁹. Należy także podkreślić, że konglomeraty mogą wykazywać niższą efektywność w okresie wzrostu gospodarczego (z którym mieliśmy do czynienia w latach 2000 - 2007), jednak powinny bronić osiąganych wyników w czasie dekonjunktury ze względu na potencjalnie wyższą stabilność przychodów, dzięki dywersyfikacji prowadzonej działalności²⁴⁰.

W zależności od udziału spółki matki w kapitale zakładowym banku działającego w ramach konglomeratu finansowego, można mówić o różnej intensywności powiązań kapitałowych. Posiadane akcje bądź udziały dają uprawnienia do udziału w walnych zgromadzeniach czy też w zgromadzeniach wspólników, a także dają prawo do udziału w pracach rady banku²⁴¹. Im wyższy udział spółki dominującej w kapitale zakładowym banku, tym większą kontrolę może nad nim sprawować, między innymi przez delegowanie swoich przedstawicieli do organów nadzorujących i zarządzających spółki zależnej. Co więcej bank wchodzący w skład konglomeratu finansowego może być zobowiązany do wprowadzenia standardów nadzoru korporacyjnego, przyjętego przez spółkę dominującą, który wykracza poza ramy prawne obowiązujące na rynku, na którym ten bank funkcjonuje. Pozwala mu to osiągnąć przewagę konkurencyjną przyciągającą nowych inwestorów.

²³⁹ Sprawozdanie Komisji dla Parlamentu Europejskiego i Rady. Przegląd dyrektywy 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego, COM (2012) 785 final, Bruksela 20.12.2012 r.

²⁴⁰ M. Iwanowicz – Drozdowska, *Integracja rynków...*, op. cit., s. 17.

²⁴¹ D. Grabiec, *Powiązania w grupie kapitałowej i ich wpływ na jej konkurencyjność*, w: T. Bernat (red.), *Przedsiębiorstwo i państwo – wybrane problemy konkurencyjności*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2007, s. 47.

3.1.6. Transparentność operacji bankowych

Kryzys finansowy zapoczątkowany w 2008 roku w amerykańskim sektorze bankowym pokazał jak wielkie znaczenie na stabilność sektora finansowego ma transparentność operacji bankowych. Za jedną z przyczyn kryzysu na arenie międzynarodowej uznaje się mało przejrzyste, a do tego złożone instrumenty wyceniane za pomocą skomplikowanych modeli, których nie było w stanie zrozumieć wielu uczestników rynku. Sytuacja taka doprowadziła z jednej strony do zaburzenia rzetelności informacji pojawiających się na rynku, a z drugiej do braku świadomości potencjalnych zagrożeń wynikających ze znacznego ryzyka poszczególnych papierów wartościowych²⁴². Z tego też powodu jednym z nowych postulatów jest większa przejrzystość w zakresie operacji bankowych.

Banki chcąc poprawić swoją wiarygodność w oczach interesariuszy (przede wszystkim deponentów i akcjonariuszy) powinny zwiększyć zakres informacji dotyczących operacji bankowych w publikowanych przez siebie raportach okresowych. Chodzi tu przede wszystkim o dokładne wyjaśnienie samej operacji w taki sposób, by była ona przejrzysta i nieskomplikowana.

Banki udzielając kredytu przedsiębiorstwu wymagają szeregu informacji dotyczących jego działalności. Dzięki dostępowi do powszechnie nieujawnianych danych instytucje finansowe mogą efektywnie monitorować kredytobiorców. W przypadku interesariuszy banków, nie mają oni dostępu do szeregu informacji dotyczących banku – dane czerpią jedynie z publikowanych przez instytucję raportów okresowych – przez co nie są w stanie poprawnie ocenić rzeczywistej wartości rynkowej banku. Z tego też powodu instytucje finansowe powinny być bardziej transparentne. Na poprawę jakości ujawnianych przez banki informacji może mieć także wpływ kompetentna rada spółki. Do jej zadań należałoby między innymi monitorowanie działań kadry zarządzającej i weryfikacja czy informacje przez nią podawane są poprawnie przedstawione w sprawozdaniu finansowym.

Mówiąc o transparentności banku Rosengren nie podaje jej definicji, przedstawia natomiast trzy typy krytycznych informacji oceniających sytuację finansową banku, które ta instytucja powinna ujawniać²⁴³:

²⁴² M. Aluchna, O. Mikołajczyk, *Dodd – Frank Act...*, op. cit., s. 43.

²⁴³ E. Rosengren, *Will greater disclosure and transparency prevent the next banking crisis?*, Working Paper no. 98 – 08, 1998, s. 4 – 5.

- po pierwsze, kredyty, w których nie udało się spłacić kapitału i odsetek, sklasyfikowane i wykazane jako zagrożone kredyty. Kredyty zagrożone powinny zawierać tak zwane kredyty „wiecznie zielone” („*evergreened*” *loans*), kredyty przeniesione do spółek zależnych lub stowarzyszonych oraz bezpośrednich i pośrednich ekspozycji kredytów do upadających spółek (*failing companies*);
- po drugie, czy zgłoszony kapitał ściśle odzwierciedla kapitał ekonomiczny. Stosowanie takich zabiegów jak: kompensowanie aktywów i zobowiązań, aby zmniejszyć poziom ryzyka aktywów; dyskrekcja kierownictwa banku w ocenie wartości nieruchomości oraz dokapitalizowanie przez rząd, może spowodować znaczne zmniejszenie na wartości międzynarodowych zasad adekwatności kapitałowej;
- po trzecie, czy ryzyko i strategie bankowe mogą zostać określone na podstawie publicznie dostępnych informacji. Zaangażowanie kraju, przemysłu, funduszy hedgingowych, wszystko to przykłady informacji, które mogłyby być przydatne w ocenie finansowej banku, jednak rzadko są w pełni ujawniane.

Transparentność działań banku w dużym stopniu związana jest z przyjętą strukturą organizacyjną. Jeśli wdrażane są skomplikowane struktury (na przykład rozbudowane grupy kapitałowe i jednostki specjalnego przeznaczenia – SPE) rozmyciu ulega odpowiedzialność, łatwiejsze jest transferowanie przychodów, kosztów i ryzyka²⁴⁴. W ten sam sposób oddziałują struktury macierzowe w bankach powiązanych. Taka struktura może utrudniać całościową ocenę ryzyka poszczególnych podmiotów w takim holdingu.

Wpływ sektora bankowego na stabilność całej gospodarki powoduje, że transparentność operacji bankowych staje się niezbędnym narzędziem pozwalającym nadzorować działalność banków. Wysokie standardy *corporate governance* w tym obszarze dają możliwość skuteczniejszej ochrony interesariuszy przed nieumiejętnym zarządzaniem bankiem, a także pozwalają lepiej oceniać poziom ryzyka, podejmowanego przez osoby zarządzające instytucją finansową. Konieczne jest zatem dostosowanie istniejących przepisów prawnych tak, by zobowiązywały banki do większej przejrzystości w zakresie operacji bankowych.

²⁴⁴ M. Marcinkowska, *Jak wzmocnić...*, op. cit., s. 162.

3.2. Polityka wynagradzania kadry menedżerskiej w bankach

W bankach kadra kierownicza podejmując decyzje powinna brać pod uwagę nie tylko cele spółki i jej akcjonariuszy, ale także interes deponentów. Nie jest to łatwe, gdyż każda z grup interesariuszy charakteryzuje się innym nastawieniem do ryzyka. Dodatkowo menedżerowie preferują realizację własnych celów, które nie zawsze są zbieżne z interesem banku i akcjonariuszy.

Instrumentem, który ma za zadanie ograniczyć oportunistyczne zachowania osób zarządzających i przybliżyć je do celów pozostałych interesariuszy jest wynagrodzenie. Odpowiednia polityka wynagradzania może zachęcić kadrę kierowniczą najwyższego szczebla do podjęcia ryzykowniejszych projektów, z wartością dodaną dla banku.

Konstruując wynagrodzenie dla osób zarządzających należy wziąć pod uwagę kilka elementów. Najważniejszy z nich to struktura wynagrodzenia, czyli jaka część wynagrodzenia będzie stała a jaka zmienna, co z premią i wynagrodzeniem zmiennym odroczonym. Należy także zwrócić uwagę od czego będzie zależało wynagrodzenie, jaki wpływ będą miały wyniki długo i krótkookresowe, wyniki ekonomiczne oraz poziom ryzyka, które podejmują osoby zarządzające. Bank powinien również przyjąć zasady dotyczące transparentności wynagrodzeń, a także zdecydować, którzy pracownicy będą objęci regulacjami dotyczącymi wynagrodzeń.

3.2.1. Wyniki ekonomiczne a ryzyko

Innowacyjność finansowa w sektorze bankowym, w szczególności instrumenty pozabilansowe (*off – balance – sheet instruments*), powodują koncentrację ryzyka w całym sektorze bankowym. Związek pomiędzy różnymi rodzajami ryzyka, zarówno w banku, jak i w całym systemie bankowym, w ostatnich latach zwiększył się i stał się bardziej złożony²⁴⁵. Umiędzynarodowienie i deregulacja w tym sektorze spowodowała wzrost możliwości pojawienia się efektu zarażenia, czego przykładem jest rozprzestrzenienie się kryzysu finansowego Tajlandii na Południową i Wschodnią Azję, Wschodnią Europę oraz Południową Amerykę w latach dziewięćdziesiątych, a także obecny kryzys finansowy zapoczątkowany na rynku kredytów hipotecznych *subprime* w Stanach Zjednoczonych.

²⁴⁵ H. van Greuning, S. Brajovic Bratanovic, *Analyzing and managing banking risk. A framework for assessing corporate governance and financial risk*, second edition, The World Bank, Washington 2003, s. 3.

W sektorze bankowym ryzyko możemy podzielić na cztery kategorie: finansowe (*financial risk*), operacyjne (*operational risk*), biznesowe (*business risk*) oraz zdarzeń (*event risk*). W przypadku ryzyka finansowego wyróżniamy ryzyko czyste (*pure risk*) oraz spekulacyjne (*speculative risk*). Pierwsze z nich, zawierające ryzyko płynności, kredytowe i wypłacalności, może prowadzić do strat finansowych banku, w przypadku gdy jest on niewłaściwie zarządzany. Drugie ryzyko, do którego zaliczamy ryzyko stopy procentowej, walutowe i ceny rynkowej, oparte jest na arbitrażu finansowym. W zależności, czy arbitraż jest poprawny czy nie, ten typ ryzyka może przynieść bankowi zyski bądź straty. Ryzyko operacyjne związane jest z ogólną organizacją banku i funkcjonowaniem systemów wewnętrznych, w tym związane z komputerami i innymi technologiami, zgodnością z polityką i procedurami w banku oraz środkami zwalczającymi niegospodarność i nadużycia (te rodzaje ryzyka są bardzo ważne i są objęte systemem zarządzania ryzykiem w banku)²⁴⁶. Ryzyko biznesowe związane jest z otoczeniem biznesowym banku, do którego można zaliczyć kwestie makroekonomiczne i polityczne, czynniki prawne i regulacyjne, ogólną finansową infrastrukturę sektorową oraz system płatności. Ryzyko zdarzeń zaś zawiera wszystkie rodzaje ryzyka zewnętrznego (egzogenne), które - jeśli się zmaterializują, mogą narazić na niebezpieczeństwo działalność banku lub osłabić jego kondycję finansową i adekwatność kapitałową.

Oprócz wymienionych kategorii ryzyka występujących w sektorze bankowym, na działalność banku ma także wpływ różne nastawienie do ryzyka menedżerów i akcjonariuszy. Osoby zarządzające, ze względu na to, iż cały swój kapitał inwestują w bank którym zarządzają, zgodnie z teorią agencji powinny charakteryzować się awersją do ryzyka. Akcjonariusze natomiast, dzięki zdywersyfikowanemu portfelowi inwestycyjnemu, mogą pozwolić sobie na większe ryzyko, które może przynieść im znacznie większe zyski.

Obecny kryzys finansowy pokazał, jaki wpływ na podejmowanie nadmiernego ryzyka przez osoby zarządzające miała niewłaściwa polityka wynagradzania prowadzona przez banki. Jest to szczególnie istotne, ponieważ wybory ryzyka inwestycyjnego są zazwyczaj kontrolowane przez kierownictwo, którego nastawienie do ryzyka zależy między innymi od struktury ich wynagrodzenia²⁴⁷. Argumentowano także, że podejmowanie nadmiernego

²⁴⁶ Ibidem, s. 3 – 4.

²⁴⁷ K. John, A. Saunders, L. W. Senbet, *A theory of bank regulation and management compensation*, "The Review of Financial Studies", vol. 13, no. 1, 2000, s. 95 - 126.

ryzyka było napędzane przez trzy rodzaje asymetrii w wynagrodzeniach kredytodawców, handlowców, bankierów inwestycyjnych i inwestorów ²⁴⁸:

- po pierwsze, występuje asymetria przy rozliczaniu zysków i strat. Chociaż w większości przypadków istnieje minimalny poziom dla strat poniesionych przez tych specjalistów, nie ma porównywalnego limitu dla zysków. Ich wynagrodzenie podstawowe może wzrastać w tak niskim tempie, że wzrost może być porównywalny do zera, podczas gdy zyski mogą być nieograniczone;
- po drugie, istnieje asymetryczna nierównowaga między terminem, wielkością i prawdopodobieństwem zysków i strat. Na przykład wynagrodzenie w formie gotówki i uzgodnienia dotyczące bonusów zostają wypłacone kredytodawcom, handlowcom i inwestorom za wyniki krótkookresowe, nawet jeśli wyniki te są w okresie późniejszym odwrócone. To zachęca specjalistów do podjęcia tak zwanego „ryzyka znacznych różnic” („*tail risks*”), czyli działań, które generują wysokie prawdopodobieństwo zysków w krótkim okresie ukrywając ryzyko większej straty w dłuższej perspektywie.
- po trzecie, istnieją asymetryczne i wypaczone bodźce tworzone przez standardowe wynagrodzenie oparte na własności dla menedżerów finansowych, takie jak opcje na akcje. Twierdzi się, że te pakiety wynagrodzeń wymknęły się spod kontroli i menedżerowie mogą uwzględniać ceny akcji przy nadmiernej realizacji swoich korzyści. Ich wynagrodzenie oraz premie uzależnione są od krótkoterminowej rentowności, która podnosi ceny akcji, ale niekoniecznie wzmacnia długoterminową wartość banku.

Polityka wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla powinna zatem uwzględniać nie tylko wyniki ekonomiczne osiągnięte przez bank, ale także poziom ryzyka, na który decydują się menedżerowie. Można to osiągnąć poprzez odpowiednią strukturę wynagrodzenia, która z jednej strony będzie promować długookresowe wyniki banku, z drugiej zaś nie będzie zachęcać do podejmowania nadmiernego ryzyka. Wynagrodzenie powinno składać się z części stałej (która zmniejsza awersję do ryzyka kadry kierowniczej) oraz części zmiennej, z uwzględnieniem wynagrodzenia odroczonego (które promuje długookresowe wyniki ekonomiczne). Przykładowo banki, które charakteryzują się większym prawdopodobieństwem bankructwa z powodu problemów z przepływem środków pieniężnych mogą napotkać trudności zapewniając stałe wynagrodzenie. Powinny zatem

²⁴⁸ K. Sharma, *Financial sector compensation and excess risk – taking – a consideration of the issues and policy lessons*, DESA Working Paper no. 115, 2012, s. 2.

starać się zatrzymać kadrę kierowniczą oferując jej inne alternatywy, takie jak długoterminowe lub roczne premie lub plany opcyjnie²⁴⁹.

Należy zwrócić także uwagę na fakt, że powiązanie wynagrodzenia menedżerów z wynikami ekonomicznymi banku wprowadza dodatkowe ryzyko w kontraktach menedżerskich. W restrykcyjnym środowisku bankowym kontrakty osób zarządzających cechują się niskim ryzykiem²⁵⁰. W bardziej ryzykownym międzynarodowym środowisku bankowym kontrakty menedżerskie są w większym stopniu wrażliwe na wyniki ekonomiczne. Wynika z tego, że występuje odwrócona zależność między poziomem ryzyka w środowisku bankowym a ryzykiem związanym z wynagrodzeniem kadry kierowniczej najwyższego szczebla.

3.2.2. Wyniki krótko a długookresowe

Nieefektywne wynagrodzenie kadry kierowniczej najwyższego szczebla w sektorze bankowym przed wybuchem kryzysu finansowego miało wpływ na postawy osób zarządzających. Zachęcało do podejmowania nadmiernego ryzyka, a także do skupiania się na krótkookresowych wynikach banku.

Teoria agencji zakłada, że ze względu na rozdzielenie własności od zarządzania, a także często sprzeczne cele akcjonariuszy i menedżerów, ci drudzy nie zawsze będą działać w najlepszym interesie spółki i właścicieli akcji. Sytuację tę pogłębia różne nastawienie do ryzyka obu stron konfliktu interesów. Jedną z metod ograniczenia oportunistycznych zachowań kadry zarządzającej jest wynagrodzenie oparte na wynikach, w szczególności wynagrodzenie oparte na własności oraz opcje na akcje. Ten rodzaj wynagrodzenia może ograniczyć brak zaangażowania menedżerów i ich awersję do ryzyka w celu dostosowania ich motywacji do interesów akcjonariuszy bardziej skłonnych do ryzyka²⁵¹.

Przy konstruowaniu wynagrodzenia największym problemem jest to, żeby kadra kierownicza najwyższego szczebla kierowała się zarówno krótkookresowymi, jak i długookresowymi wynikami banku. Jednym z najczęściej wykorzystywanych sposobów na rozwiązanie tego problemu jest odpowiednia struktura wynagrodzenia menedżera.

²⁴⁹ R. Ayadi, E. Arbak, W. P. de Groen, *Executive compensation and risk taking in European Banking*, August 2011, <http://ssrn.com/abstract=2017527>, s. 23.

²⁵⁰ R. G. Hubbard, D. Palia, *Executive pay and performance. Evidence from the US banking industry*, "Journal of Financial Economics", 39, 1995, s. 111.

²⁵¹ F. Tung, *Pay for banker performance: structuring executive compensation for risk regulation*, "Northwestern University Law Review", vol. 105, no. 3, 2011, s. 1216 – 1217.

Wynagrodzenie zmienne należy podzielić na wynagrodzenie wypłacane w gotówce i odroczone. Premie roczne (przybierające najczęściej formę gotówkową) wykorzystywane są po to, by wynagrodzić kadrę zarządzającą za dobre wyniki osiągnięte na zakończenie każdego roku. Pozwalają one na uwzględnienie wyników osiągniętych przez bank w krótkim okresie czasu. Wynagrodzenie zmienne w postaci udziałów we własności ma za zadanie motywować kadrę kierowniczą do skupiania się na długookresowym wzroście wartości banku i wynagradzania jej za osiągnięcie długookresowych celów instytucji finansowej. Ta forma wynagrodzenia zapewnia korzyści, dzięki wykorzystaniu wyników banku, jako mierzalnego elementu oceny i wynagrodzenia osób zarządzających²⁵².

Wynagrodzenie oparte na własności powoduje, że kadra zarządzająca większą uwagę zwraca na wyniki, jakie bank osiąga w długim okresie. Sprzyja to realizacji strategicznych celów instytucji finansowej, a także zapewnia wzrost jej wartości. Jednakże ten typ wynagrodzenia nie cieszy się zbyt dużą popularnością u osób zarządzających. Wolą oni sprzedawać posiadane udziały, niż je gromadzić, ponieważ²⁵³:

- osoby zarządzające mają mniej zdywersyfikowany portfel w odniesieniu do udziałów kapitałowych w banku, w którym pracują. Sytuacja ta pogarsza się zważywszy, że zawodowo są związani z tym bankiem. Rozmiar ich udziałów kapitałowych może wymagać obniżenia płynności, jeśli chcą sprzedać udziały w krótkim czasie. Z powodu dywersyfikacji i płynności, kadra zarządzająca mniej ceni sobie dolara w postaci udziału w banku, niż dolara wypłaconego w gotówce;
- osoby zarządzające otrzymują znaczne ilości akcji jako część ich wynagrodzeń motywacyjnych. W związku z tym wolą zamienić je na gotówkę i w ten sposób powiększyć swoje wynagrodzenie.

Z tego powodu najważniejsze jest, aby skonstruować wynagrodzenie tak, by z jednej strony zachęcić menedżerów do działań sprzyjających wzrostowi wartości banku w długim okresie czasu. Z drugiej zaś ograniczyć ich awersję do ryzyka, przy jednoczesnym nie zachęcaniu ich do podejmowania nadmiernego ryzyka.

²⁵² R. Krause, *Does "long – term compensation" make CEOs think long – term? A study of CEO compensation in the commercial banking industry*, "The Michigan Journal of Business", vol. 2, 2, 2009, s. 88.

²⁵³ S. Bhagat, B. Bolton, *Bank executive compensation and capital requirements reform*, International Conference on Executive Compensation after the Financial Crisis, Copenhagen Business School, January 2011, s. 15 – 16.

3.2.3. Zasady wypłaty premii

Struktura wynagrodzenia kadry kierowniczej najwyższego szczebla w okresie przed wybuchu kryzysu finansowego skonstruowana była w sposób, który zachęcał osoby zarządzające do podejmowania większego ryzyka, zgodnego z oczekiwaniami akcjonariuszy. Dzięki takim działaniom menedżerowie mogli uzyskać znaczące wynagrodzenie w postaci premii rocznych.

Skutkiem nieefektywnej polityki wynagradzania prowadzonej w sektorze bankowym były działania regulatorów krajowych i międzynarodowych zmierzające do wyeliminowania tych elementów wynagrodzenia (między innymi rocznych premii gotówkowych), które sprzyjały nastawieniu na krótkookresowe wyniki banku. W Europie i Stanach Zjednoczonych bezpośrednio premie pieniężne nie mogą stanowić całej premii rocznej. Jej część powinna być odroczone i wypłacana między innymi w akcjach. Nie ma jednak ograniczenia co do wielkości premii jaką może otrzymać osoba zarządzająca.

Inicjatywy te zmierzały do wypracowania równowagi między wynagrodzeniem stałym, a wynagrodzeniem zmiennym, w szczególności premii. Dobry system wynagradzania, dotyczy to zarówno menedżerów jak i zwykłych pracowników, musi motywować do zaangażowania i efektywności oraz inspirować do osiągania sukcesu, którym w wydaniu korporacyjnym jest zadowolenie pracowników i klientów oraz wysoki zwrot z inwestycji dla akcjonariuszy²⁵⁴. Aby to osiągnąć, przy konstruowaniu wynagrodzenia, należy uwzględnić zarówno krótkookresowe, jak i długookresowe wyniki osiągane przez instytucje finansowe. Z tego powodu należy ograniczyć premię gotówkową, sprzyjającą jedynie wynikom osiąganym przez bank w krótkim okresie czasu, na rzecz premii bezgotówkowej. W takim przypadku system premiowy przybiera jeden z pięciu postaci²⁵⁵:

- opcje (*options*) – są to umowy, które dają jego posiadaczowi prawo do zakupu lub sprzedaży aktywów przed określoną datą lub po ustalonej cenie. Posiadacz opcji ma prawo do jej wykonania jak długo jest to dla niego korzystne, w przeciwnym razie może z niej zrezygnować;

²⁵⁴ S. Lachowski, *Chciwość, oprócz braku kompetencji, to najbardziej wstydliva cecha szefa*, „Gazeta Prawna”, 11.09.2009.

²⁵⁵ A. Laietu, C. A. Mellado, *Compensation and company performance within the banking sector – a case study on chief executive officer compensation in relation to company performance measures*, Mälardalen University School of Sustainable development of Society and Technology Bachelor thesis in Economics, 2009, s. 1 – 40.

- pracownicze opcje na akcje (*employee stock option*) – charakteryzują się terminem ważności, to jest datą rozwiązania opcji. Najczęściej jest to okres od 5 do 10 lat. Opcja ta uzależniona jest od warunków zatrudnienia, co oznacza, że jeśli skończy się okres zatrudnienia opcje wygasają zwykle w krótkim okresie czasu;
- opcje kupna (*call options*) – dają właścicielowi prawo, w danym czasie, do zakupu aktywów po ustalonej cenie. Przedmiotem obrotu aktywów, na normalnych zasadach, jest wymiana opcji na akcje i obligacje, choć każdy rodzaj aktywów może być przedmiotem obrotu. Okres ważności takich opcji to 2 – 3 lata. Na koniec okresu posiadacz opcji wykupuje aktywa po cenie ustalonej w kontrakcie;
- opcje syntetyczne (*synthetic options*) – są tworzone w taki sposób, by nie trzeba było faktycznie sprzedać lub kupić opcji. Opcja ta jest bardzo podobna do opcji kupna, przy czym największą różnicą jest możliwość niezrealizowania opcji w wyznaczonym czasie. W zamian jest wypłata gotówki z góry ustalonym momencie;
- warranty (*warrants*) – są podobne do opcji i dają posiadaczowi prawo do nabycia określonej liczby aktywów zabezpieczających po ustalonej cenie przed datą zapadalności. Okres ważności wynosi od 2 do 5 lat.

Innym sposobem na zapewnienie, by menedżerowie działali zgodnie z długookresowym interesem banku, jest możliwość zwrotu wypłaconej premii (*clawbacks*) w przypadku, gdy instytucja finansowa osiąga niezadowalające wyniki, bądź też wynagrodzenie zostało wypłacone na podstawie nieprawdziwych danych. Taki system ma na celu wyeliminować zachęty do doraźnego zwiększania wyników w ciągu jednego roku, kosztem wyników w innych latach, na przykład poprzez wybór przez menedżera projektu, który ma ujemną wartość oczekiwaną netto, jednakże może być dobrze odebrany przez rynek w krótkim okresie czasu, lub bardziej bezpośrednio przez oszustwa księgowe²⁵⁶.

Polityka wynagradzania w odniesieniu do pracowników podejmujących ryzyko powinna być zgodna z zasadami racjonalnego i efektywnego zarządzania ryzykiem i promować te zasady²⁵⁷. W tym celu banki powinny wypracować równowagę między wysokością wynagrodzenia zasadniczego a premią, tak aby uwzględnić ryzyko związane z wynikami będącymi podstawą premii na przestrzeni kilku lat. Mechanizmy służące do osiągnięcia tego celu zawierają między innymi powiązanie wynagrodzenia z poziomem

²⁵⁶ J. C. Spindler, *Mandatory long – term compensation in the banking system – and beyond? “Reforms” of executive pay may not yield results much different from current practices*, “Regulation”, vol. 34, issue 3, Fall 2011, s. 43.

²⁵⁷ *Place w sektorze usług finansowych: Komisja określa zasady dotyczące wynagrodzeń personelu podejmującego ryzyko w instytucjach finansowych*, IP/09/674, Bruksela 2009, s. 2.

ryzyka rezydualnego (*residual risk*) oraz obliczanie premii w oparciu o długoterminowe wyniki poprzez wybór odpowiednich mierników (*performance measures*) (ryzyko korekty, horyzont czasowy), odraczanie wypłat wynagrodzenia zmiennego, obniżanie wynagrodzenia (*malus components*), wypłata znacznej części (powyżej 50%) wynagrodzenia zmiennego w postaci akcji lub instrumentów powiązanych z akcjami, a także zakaz gwarantowanych premii za więcej niż jeden rok²⁵⁸.

3.2.4. Transparentność wynagrodzeń

Transparentność informacji w zakresie wynagrodzeń kadry kierowniczej najwyższego szczebla jest przedmiotem regulacji od wielu lat. Początkowo banki zobowiązane były do ujawniania łącznego wynagrodzenia dla całego zarządu wraz z podaniem liczby menedżerów. W kolejnych latach zakres informacji na temat wynagrodzeń był coraz bardziej szczegółowy. Jednakże dopiero po czerwcu 2003 roku organy regulacyjne nakazały ujawniać wartość opcji na akcje przyznanych osobom zarządzającym²⁵⁹.

Ostatnie zawirowania na rynku finansowym, zapoczątkowane przez amerykańskie instytucje bankowe, zwróciły uwagę na konieczność poprawienia nie tylko poziomu, ale przede wszystkim jakości ujawnianych przez banki informacji o wynagrodzeniach kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Dostęp do danych o wysokości i strukturze wynagrodzenia menedżerów w innych bankach pozwala obiektywnie ocenić usługi świadczone przez osoby zarządzające. Opiera się to na przekonaniu, iż dobrze poinformowani akcjonariusze i rynki kapitałowe potrafią wywrzeć presję na rady spółek, skłaniając je do tworzenia efektywnych systemów wynagradzania zachowujących właściwe relacje między korzyściami menedżerów a wynikami ekonomicznymi banków²⁶⁰.

Banki zobowiązane są zatem ujawniać informacje na temat całkowitego poziomu wynagrodzenia dla poszczególnych osób zarządzających, wraz z wyszczególnieniem jego składników. Co więcej, w publikowanych przez instytucje finansowe raportach powinny znaleźć się informacje o tym, jaką część wynagrodzenia zmiennego stanowi wynagrodzenie zmienne odroczone. Taki poziom transparentności pozwala ograniczyć niepożądane działania

²⁵⁸ P. O. Müllbert, *Corporate governance...*, op. cit., s. 35.

²⁵⁹ S. Chu, M. Lawrence, G. Stapledon, *Trends in ASX – Listed bank governance*, „Economic Papers Special Edition”, December 2006, s. 33.

²⁶⁰ P. Urbanek, A. Wieczorek, *Polityka wynagradzania kadry menedżerskiej jako czynnik budowy zaufania w sektorze bankowym na przykładzie banków publicznych*, w: J. L. Bednarczyk, W. Przybylska – Kapuścińska, *Polityka finansowa w dobie kryzysu integracji europejskiej*, CEDEWU, Warszawa 2012, s. 222.

menedżerów, zmierzające do wzbogacenia się kosztem banku i jego interesariuszy. Raport roczny na temat wynagrodzeń powinien także zawierać informacje o procesie podejmowania decyzji, ze szczególnym uwzględnieniem komitetu ds. wynagrodzeń, najważniejszych cech charakterystycznych dla systemu wynagradzania oraz zagregowaną ilościową informację o wynagrodzeniu (dane liczbowe)²⁶¹.

Ujawnianie szczegółowych informacji o wynagrodzeniach kadry kierowniczej najwyższego szczebla jest szczególnie ważne w sektorze bankowym. Wynika to z faktu, iż ten sektor gospodarki jest kluczowy dla stabilizacji całego rynku kapitałowego. Brak jasnych i zrozumiałych informacji dotyczących polityki wynagradzania może powodować konstruowanie przez rady banków (za pośrednictwem komitetu ds. wynagrodzeń) struktury wynagrodzeń niesprzyjających długookresowemu wzrostowi wartości banków.

3.2.5. Kategorie pracowników objętych regulacjami wynagrodzeń

Sektor bankowy różni się od innych sektorów gospodarki tym, iż to nie zawsze prezes banku podejmuje decyzje wpływające na poziom ryzyka. Profil ryzyka banku często zależy od innych pracowników, spoza kluczowej kadry zarządzającej. Było to widoczne w czasie ostatniego kryzysu finansowego. To przede wszystkim pracownicy niższego szczebla decydowali o poziomie ryzyka, jaki ponosił bank. To oni udzielali kredytów osobom, które w normalnych warunkach nie uzyskałyby takiego kredytu. To oni podejmowali decyzje o inwestowaniu w instrumenty z ekspozycją na rynek kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku. Pracownicy niższego szczebla mogli prowadzić tak agresywną politykę, gdyż ich wynagrodzenie w żaden sposób nie było uzależnione od poziomu ryzyka, jakie podejmowali. Mogli oni natomiast otrzymać wysokie premie za dobre wyniki w krótkim okresie.

Z tego też powodu organy regulacyjne zadecydowały, że pracownicy podejmujący ryzyko także powinni zostać objęci regulacjami w zakresie wynagrodzeń (*material risk takers*). Oznacza to, że oceniając politykę wynagradzania należy brać pod uwagę nie tylko procedury odnoszące się do ustalania wynagrodzeń dla najwyższego szczebla, ale również osób zajmujących niższe stanowiska w hierarchii korporacji (na przykład traderzy), które mają istotny wpływ na profil ryzyka korporacji finansowej²⁶².

²⁶¹ P. O. Müllbert, *Corporate governance...*, op. cit., s. 35 – 36.

²⁶² P. Urbanek, *Polityka wynagradzania...*, op. cit., s. 496.

3.3. Inicjatywy regulacyjne dotyczące polityki wynagradzania w bankach po kryzysie finansowym

Kryzys finansowy uwidocznił wszystkie niedoskonałości polityki wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla w sektorze bankowym. Nieefektywne systemy wynagradzania zachęcały menedżerów do podejmowania nadmiernego ryzyka i skupiania się na krótkookresowych wynikach banku. Reakcją na niedoskonałości obserwowane w obszarze polityki wynagradzania kadry menedżerskiej w sektorze usług finansowych były liczne inicjatywy zmierzające do wzmocnienia istniejących i tworzenia nowych standardów i procedur regulujących te kwestie podejmowane przez instytucje międzynarodowe w tym G20, Radę Stabilności Finansowej, Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego, Komisję Europejską oraz narodowych regulatorów²⁶³.

3.3.1. Zasady Dobrych Praktyk Wynagradzania Rady Stabilności Finansowej (*FSB Principles for Sound Compensation Practices*)

W kwietniu 2009 roku utworzona została wyspecjalizowana agenda Grupy G20 – Rada Stabilności Finansowej (*Financial Stability Board*) – jako sukcesor Forum Stabilności Finansowej, powołanego w 1999 roku przez ministrów finansów Grupy G7²⁶⁴. Organizacja grupuje banki centralne z 24 największych gospodarek świata, instytucje nadzoru finansowego, ministerstwa finansów największych potęg gospodarczych, najbardziej wpływowe międzynarodowe organizacje oraz komisje wyznaczające standardy dla rynków finansowych²⁶⁵. Podstawowym zadaniem Rady Stabilności Finansowej jest koordynacja, na poziomie międzynarodowym, działań regulujących zasady funkcjonowania rynków finansowych, prowadzone przez instytucje krajowe.

Rada Stabilności Finansowej opublikowała dokument poświęcony polityce wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla²⁶⁶. Znalazło się w nim dziewięć ogólnych zasad podzielonych na trzy obszary:

- efektywne zarządzanie polityką wynagradzania;
- efektywne powiązanie wynagrodzenia z akceptowanym poziomem ryzyka;

²⁶³ P. Urbanek, A. Wieczorek, *Polityka wynagradzania...*, op. cit., 221.

²⁶⁴ P. Urbanek, *Polityka wynagradzania...*, op. cit., s. 497.

²⁶⁵ A. Słomka – Gołębiowska, *Banki w Polsce...*, op. cit., s. 105.

²⁶⁶ *FSB Principles for Sound Compensation Practices*, Financial Stability Board, 2 April 2009.

- efektywny nadzór i zaangażowanie akcjonariuszy.

Zalecenia te miały zwiększyć bezpieczeństwo zarówno rynków finansowych, jak i poszczególnych instytucji. Z powodu ich dużego poziomu ogólności we wrześniu 2009 roku Rada Stabilności Finansowej wydała zmodyfikowaną wersję tego dokumentu²⁶⁷. Znajduje się w nim 15 szczegółowych przepisów podzielonych na cztery obszary: zarządzanie, wynagrodzenie i kapitał, struktura wynagrodzenia i powiązanie jej z ryzykiem oraz przejrzystość.

Znaczące instytucje finansowe²⁶⁸ zobowiązane zostały do powoływania komitetu ds. wynagrodzeń. W skład tego komitetu powinni wchodzić niezależni członkowie, którzy mają niezbędną wiedzę i doświadczenie z zakresu wynagrodzeń. Przy tworzeniu systemu wynagrodzenia komitet ds. wynagrodzeń powinien współpracować z komitetem ds. ryzyka. Komitet ds. wynagrodzeń zobowiązany jest także do publikowania rocznego raportu dotyczącego wynagrodzenia kadry kierowniczej, ze szczególnym uwzględnieniem opisu polityki wynagradzania, jej poziomu i struktury.

Instytucje finansowe powinny mieć pewność, że całkowite wynagrodzenie zmienne nie ogranicza ich zdolności do wzmacniania bazy kapitałowej. Krajowe organy nadzorcze powinny ograniczać zmienne wynagrodzenie, określając je jako procent z całkowitych przychodów netto, gdy wynagrodzenie to jest sprzeczne z utrzymaniem należytej bazy kapitałowej.

Najwięcej uwagi Rada Stabilności Finansowej poświęciła strukturze wynagrodzenia oraz powiązaniu jej z ryzykiem ponoszonym przez bank. W znaczących instytucjach finansowych wielkość wynagrodzenia zmiennego powinna uwzględniać bieżące i potencjalne ryzyko, w szczególności koszty i wielkość kapitału wymaganego do wsparcia podejmowanego ryzyka, koszty i wielkość ryzyka płynności przyjętego w prowadzeniu biznesu, zgodność z terminami i prawdopodobieństwem potencjalnych przyszłych przychodów włączonych do aktualnych zarobków. W momencie, gdy bank osiąga niezadowalające wyniki finansowe może obniżyć poziom wypłaconego zmiennego wynagrodzenia bądź też zażądać zwrotu wcześniej wypłaconej premii.

W celu dopasowania działań kadry zarządzającej do długookresowego interesu banku od 40% do 60% wynagrodzenia zmiennego powinno być wypłacone po okresie kilku lat. W przypadku dyrektorów wykonawczych zajmujących najważniejsze stanowiska w organizacji, odroczone wynagrodzenie może stanowić ponad 60% wynagrodzenia

²⁶⁷ *FSB Principles for Sound Compensation Practices*, Financial Stability Board, 25 September 2009.

²⁶⁸ Instytucje finansowe, które mają znaczący wpływ na stabilność finansową gospodarki.

zmiennego. Okres odroczenia tego typu wynagrodzenia nie może być krótszy niż 3 lata, po warunkiem, że okres jest właściwie dostosowany do charakteru działalności, jej zagrożeń i działań danego pracownika²⁶⁹. Co więcej, co najmniej 50% wynagrodzenia zmiennego powinno być wypłacone w formie akcji lub instrumentów powiązanych z akcjami, jeżeli tworzą one bodźce związane z długookresową wartością banku.

Gwarantowane premie nie są powiązane z profilem ryzyka banku ani z jego wynikami, w związku z czym nie powinny być częścią systemu wynagrodzeń. Wyjątkiem jest premia dla nowozatrudnionych pracowników. Należy ją jednak ograniczyć do pierwszego roku.

Instytucja finansowa zobowiązana jest do publikowania rocznego raportu na temat wynagrodzeń. W raporcie tym powinny się znaleźć informacje związane z procesem decyzyjnym wykorzystanym do ustalenia polityki wynagradzania, łącznie z danymi o Komitecie ds. wynagrodzeń. Ujawnione powinny zostać także informacje o samym systemie wynagradzania, to jest związku między wynagrodzeniem a wynikami, kryteria wyboru mierników wyników ekonomicznych i ryzyka. W raporcie powinny się również znaleźć informacje o wynagrodzeniu kadry kierowniczej najwyższego szczebla oraz osób, których działalność wpływa na profil ryzyka banku, z podziałem na część stałą i zmienną oraz zmienną odroczoną.

Rok później Rada Stabilności Finansowej opublikowała raport podsumowujący poziom implementacji wyżej wymienionych regulacji przez poszczególne państwa członkowskie²⁷⁰. Wiele krajów przyjęło model, który zawiera szereg rekomendacji FSB. Australia, Niemcy, Francja, Włochy, Holandia, Arabia Saudyjska, Szwajcaria i Wielka Brytania wydały odrębne przepisy lub włączyły zalecenia FSB do istniejących regulacji. Jednakże występują różnice w podejściu do tempa realizacji i zaangażowania do pełnego wdrożenia zasad i standardów wydanych przez Radę Stabilności Finansowej. Największy postęp osiągnięto w zakresie zarządzania, ustanowienia nadzoru oraz promowania transparentności wynagrodzenia.

Większość krajów, które przebadła Rada Stabilności Finansowej, już w 2009 roku wprowadziła regulacje zbieżne do tych zawartych w dokumencie „*FSB Principles for Sound Compensation Practices*”. Część państw, jak Singapur czy Afryka Południowa, planowała wdrożyć takie przepisy w pierwszej połowie 2010 roku. Podobne wyniki wystąpiły w zakresie

²⁶⁹ Ibidem, pkt 7.

²⁷⁰ *Thematic Review on Compensation. Peer Review Report*, Financial Stability Board, 30 March 2010.

regulacji związanych z powiązaniem wynagrodzenia z ryzykiem ponoszonym przez instytucję finansową oraz transparentności wynagrodzeń.

W październiku 2011 roku Rada Stabilności Finansowej opublikowała kolejny dokument, w którym przedstawiła dalszy postęp w implementacji przepisów zawartych w „*FSB Principles for Sound Compensation Practices*” przez państwa członkowskie, a także wyniki wdrożenia tych regulacji przez 70 banków²⁷¹. 13 z 24 krajów członkowskich (w 2010 roku 6 krajów) wprowadziło wszystkie 9 zasad i 15 standardów, a pięć kolejnych wdrożyło wszystkie przepisy za wyjątkiem jednego (Australia, Szwajcaria, USA) lub dwóch (Brazylia, Chiny). Indie, Indonezja i Rosja natomiast wykazały się znaczącym postępem w wprowadzaniu brakujących przepisów (zidentyfikowanych w raporcie z 2010 roku) do swoich krajowych regulacji. Argentyna i Afryka Południowa w dalszym ciągu nie wprowadziły części przepisów do swoich regulacji krajowych. Największe różnice są widoczne w podejściu do realizacji standardów od 6 do 9 (dotyczących struktury wynagrodzenia i powiązania jej z ryzykiem). Niektóre kraje (Singapur i 6 państw należących do Unii Europejskiej: Francja, Niemcy, Holandia, Wielka Brytania, Włochy i Hiszpania) włączyły te przepisy jako minimalne wymagania. Inne państwa zaś (Australia, Kanada, Hong Kong, Japonia, USA) dały spółkom większą elastyczność w wdrożeniu tych regulacji, z uwzględnieniem różnic w swoich modelach biznesowych i profilu ryzyka, interpretując przepisy od 6 do 9 jako przykłady a nie minimalne wymagania²⁷².

3.3.2. Zalecenia Komitetu Europejskich Organów Nadzoru Bankowego

Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego (*Committee of European Banking Supervisors - CEBS*) został ustanowiony przez Unię Europejską decyzją z dnia 23 stycznia 2009 roku²⁷³. Jego podstawowym zadaniem jest zapewnienie skutecznej i spójnej regulacji ostrożnościowej oraz nadzoru w całym europejskim sektorze bankowym. Do ogólnych celów działalności Komitetu należą utrzymanie stabilności finansowej w Unii oraz zapewnienie integralności, efektywności i prawidłowego funkcjonowania sektora bankowego²⁷⁴.

²⁷¹ 2011 Thematic Review on Compensation. Peer Review Report, Financial Stability Board, 7 October 2011.

²⁷² Ibidem, s. 9 – 10.

²⁷³ Decyzja Komisji z dnia 23 stycznia 2009 roku ustanawiająca Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego (2009/78/WE), (Dz. U. UE, L 25/23).

²⁷⁴ www.eba.europa.eu/languages/home.pl, stan na dzień 05.10.2013r.

Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego jest kolejną instytucją, która podjęła próbę uregulowania kwestii dotyczących polityki wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla w sektorze bankowym. W kwietniu 2009 roku wydała dokument zawierający pięć zasad skierowanych do instytucji finansowych i regulatorów krajowych²⁷⁵.

Instytucje finansowe zobowiązane są do przyjęcia polityki wynagradzania, która uwzględnia strategię biznesową - w tym kulturę organizacyjną, etykę, zachowanie wobec klientów, mechanizmy ograniczające konflikty interesów - poziom akceptacji ryzyka, a także długookresowy interes banku. Polityka ta nie powinna zachęcać menedżerów do podejmowania nadmiernego ryzyka. Należy zadbać aby polityka wynagradzania była wewnętrznie i zewnętrznie transparentna.

Określając wynagrodzenie poszczególnych osób zarządzających należy brać pod uwagę zarówno wyniki indywidualne, jak i zbiorowe. Wynagrodzenie powinno się składać z wynagrodzenia podstawowego oraz premii, w takich proporcjach, by uwzględniało horyzont ryzyka podstawowych wyników.

Rok później Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego opublikował zalecenia w zakresie polityki i praktyki wynagradzania, będące doprecyzowaniem Dyrektywy CRD III²⁷⁶. Dokument podzielony został na pięć rozdziałów: zarys, zarządzanie wynagrodzeniem, ogólne wymagania w zakresie dostosowania ryzyka, szczególne wymagania w zakresie dostosowania ryzyka oraz ujawnianie informacji.

Na początku Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego zdefiniował pojęcie wynagrodzenie, a także sprecyzował, których pracowników dotyczą regulacje. Zwrócił również uwagę na konieczność stosowania zasady proporcjonalności, której celem jest dopasowanie polityki i praktyki wynagradzania z indywidualnym profilem ryzyka, poziomem akceptowalnego ryzyka oraz strategią instytucji. Oznacza to, że instytucje finansowe nie muszą przestrzegać wymogów dotyczących wynagrodzeń w tym samym stopniu i zakresie. Proporcjonalność działa w dwie strony: niektóre instytucje będą musiały stosować bardziej wyrafinowane polityki lub praktyki w zakresie spełniania wymogów, zaś inne instytucje mogą spełniać wymogi Dyrektywy CRD w sposób prostszy lub mniej uciążliwy²⁷⁷.

²⁷⁵ *High – level principles for Remuneration Policies*, Committee of European Banking Supervisors, 20 April 2009.

²⁷⁶ *Wytyczne w sprawie polityki i praktyki wynagrodzeń*, Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego, 10 grudnia 2010 rok.

²⁷⁷ *Ibidem*, pkt 19.

Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego wnioskował, by wynagrodzenie kadry kierowniczej było zgodne z jej kompetencjami, zadaniami, doświadczeniem i zakresem odpowiedzialności. Zatwierdzanie polityki wynagradzania w banku może być obowiązkiem walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Przy czym ich głosowanie może mieć charakter wiążący lub doradczy. W takich przypadkach akcjonariusze muszą mieć dostęp do wszystkich informacji tak, by byli w stanie podejmować świadome decyzje.

W dokumencie znajduje się zalecenie nakazujące radzie banku przeprowadzanie przeglądu dotyczącego polityki wynagrodzeń co najmniej raz w roku, oceniającego czy polityka ta działa zgodnie z planem (czy wszystkie założenia są realizowane, profil ryzyka, długoterminowe cele i zadania instytucji finansowej są odpowiednio odzwierciedlone) oraz jest zgodna z krajowymi i międzynarodowymi przepisami, zasadami i standardami. Przegląd taki może być wykonywany częściowo lub w całości przez firmy zewnętrzne (zgodnie z zasadą proporcjonalności).

Pojawiły się także regulacje zalecające powołanie komitetu ds. wynagrodzeń, złożonego z niezależnych członków, z których co najmniej jeden powinien posiadać wiedzę i doświadczenie w zakresie zarządzania ryzykiem i kontrolą – w odniesieniu do mechanizmu dostosowania struktury wynagrodzenia do profilu ryzyka i kapitału banku. Wymienione są także podstawowe zadania i obowiązki komitetu.

Tworząc politykę wynagradzania banki są zobowiązane uwzględniać procedury związane z zarządzaniem ryzykiem. Przy opracowywaniu polityki wynagradzania instytucje powinny zwrócić należytą uwagę na następujące dwa aspekty²⁷⁸:

- w jaki sposób wynagrodzenia przyczyniają się do zapobiegania podejmowania nadmiernego ryzyka i rozwijają spójność polityki wynagradzania z efektywnym zarządzaniem ryzykiem;
- w jaki sposób wynagrodzenie jest elementem planowania kapitału i płynności oraz przyczynia się do ochrony solidnej bazy kapitałowej.

Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego odniósł się także do gwarantowanego wynagrodzenia zmiennego. Ten rodzaj wynagrodzenia może być stosowany jedynie w pierwszym roku zatrudnienia oraz w przypadku nowozatrudnionych pracowników. Jeżeli zaś chodzi o tak zwane „złote spadochrony” powinny być one powiązane z wynikami osiąganymi w czasie i zaprojektowane w sposób, który nie wynagradza złych wyników.

²⁷⁸ Ibidem, pkt 66.

Wynagrodzenie powinno się składać z części stałej i zmiennej. Odpowiednia równowaga między tymi dwoma elementami wynagrodzenia musi być uzależniona od takich czynników jak: typ pracownika, którego to wynagrodzenie dotyczy, warunków rynkowych, a także kontekstu, w jakim działa bank. Uzależniając wynagrodzenie od wyników należy korzystać zarówno z ilościowych (finansowych), jak i jakościowych (niefinansowych) kryteriów oceny. Kryteria ilościowe powinny obejmować okres, który jest wystarczająco długi, aby prawidłowo uchwycić ryzyko działań pracownika i powinny uwzględniać korektę ryzyka i środki efektywności ekonomicznej²⁷⁹. Do kryteriów jakościowych zaś należą osiągnięcie celów strategicznych, zadowolenie klientów, stosowanie polityki zarządzania ryzykiem, zgodność z wewnętrznymi i zewnętrznymi zasadami, przywództwo, zarządzanie, praca zespołowa, kreatywność, motywacja i współpraca z innymi jednostkami biznesowymi oraz z funkcjami kontrolnymi²⁸⁰. Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego odnosi się także do wynagrodzenia zmiennego odroczonego. Część odroczonego powinna stanowić od 40% do 60% wynagrodzenia zmiennego. Co najmniej 50% wynagrodzenia należy wypłacać w postaci akcji bądź udziałów.

W zakresie transparentności banki zobowiązane są ujawniać informacje o polityce i praktykach wynagrodzeń, w szczególności stosowanych wobec pracowników, którzy mają wpływ na profil ryzyka instytucji. W raporcie dotyczącym polityki wynagradzania powinny się znaleźć procedury w zakresie rozwoju polityki wynagrodzeń, a także dane o komitecie ds. wynagrodzeń. Instytucje finansowe powinny przedstawiać łączne informacje dla danego obszaru działalności w związku z wynagrodzeniami dla pracowników, których działania mają istotny wpływ na profil ryzyka instytucji²⁸¹. Bardziej szczegółowe informacje banki są zobowiązane ujawniać dla kadry zarządzającej.

3.3.3. Zalecenia Komisji Europejskiej i Dyrektywa CRD III

Unia Europejska, jako organizacja międzynarodowa, ma między innymi za zadanie ujednolicenie systemu bankowego w państwach członkowskich. Może je realizować za pomocą różnego rodzaju regulacji prawnych.

Inicjatywy w zakresie regulacji sektora finansowego podejmowane na szczeblu Unii Europejskiej w 2009 roku miały w głównej mierze na celu zwiększenie stopnia

²⁷⁹ Ibidem, pkt 96.

²⁸⁰ Ibidem, pkt 97.

²⁸¹ Ibidem, pkt 155.

bezpieczeństwa, stabilności i przejrzystości systemu finansowego²⁸². Miało to ochronić unijne gospodarki przed kolejnym kryzysem finansowym. Do realizacji tego celu Unia Europejska uchwaliła szereg aktów prawnych, między innymi w zakresie polityki wynagradzania menedżerów w sektorze usług finansowych.

W kwietniu 2009 roku Komisja Europejska opublikowała zalecenie dotyczące wynagrodzeń kadry kierowniczej najwyższego szczebla²⁸³. Zostało w nim wyszczególnione pięć obszarów, które powinny ulec zasadniczym zmianom: struktura polityki wynagrodzeń, pomiary wyników, ład korporacyjny, ujawnianie informacji oraz nadzór. Komisja zaleciła, by polityka wynagradzania była zgodna z zasadami efektywnego i rozważnego zarządzania ryzykiem, a także nie nakłaniała kadry kierowniczej do podejmowania nadmiernego ryzyka.

Wynagrodzenie menedżera powinno składać się z części stałej i zmiennej, przy czym część stała powinna być wystarczająca, by instytucja finansowa miała możliwość zmniejszenia lub całkowitego wstrzymania wypłaty premii, w przypadku gdy nie zostały spełnione kryteria wynikowe. Zaleca się, by znaczna część premii była odroczone na pewien minimalny okres czasu.

W momencie, gdy wynagrodzenie uzależnione jest od wyników, jego kwota powinna być oparta na ocenie wyników danego menedżera, jednostki organizacyjnej i całej instytucji finansowej. Taką ocenę należy dokonywać co pewien okres czasu, tak by uwzględnić długookresowe wyniki oraz cykl koniunkturalny banku. Banki zobowiązane są także brać pod uwagę korektę o bieżące i przyszłe ryzyko związane z wynikami stanowiącymi podstawę naliczenia premii.

Za ustalanie polityki wynagradzania w instytucji finansowej odpowiada rada banku bądź powołany do tego celu komitet ds. wynagrodzeń. Osoby odpowiedzialne za politykę wynagradzania powinny być niezależne i posiadać specjalistyczną wiedzę. Przynajmniej raz w roku należy poddać politykę wynagradzania przeglądowi wewnętrznemu w celu weryfikacji jej zgodności ze strategią banku.

Instytucje finansowe zobowiązane są ujawniać informacje w zakresie wynagrodzeń kadry kierowniczej najwyższego szczebla w sposób przejrzysty i łatwy do zrozumienia. Zakres danych objętych wymaganiami transparentności obejmuje²⁸⁴:

²⁸² P. Sobolewski, D. Tymoczko (red.), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2010, s. 45.

²⁸³ Zalecenie Komisji z dnia 30 kwietnia 2009 roku w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych (2009 / 384 / WE), (Dz. U. UE, L 120/22).

²⁸⁴ Ibidem, pkt 8.

- informacje dotyczące procesu podejmowania decyzji stosowanego przy ustalaniu polityki wynagrodzeń, w tym – w stosownych przypadkach – informacje na temat składu i mandatu komitetu ds. wynagrodzeń, nazwisk konsultantów zewnętrznych, z których usług skorzystano przy ustalaniu polityki wynagrodzeń oraz roli odpowiednich zainteresowanych stron;
- informacje na temat powiązania między wynagrodzeniem a wynikami;
- informacje na temat kryteriów stosowanych przy pomiarze wyników i korekty o ryzyko;
- informacje na temat kryteriów wynikowych, stanowiących podstawę uprawnień do akcji, opcji na akcje lub zmiennych składników wynagrodzenia;
- główne parametry oraz uzasadnienie systemu premii rocznych i wszelkich innych świadczeń niepieniężnych.

Rok po przyjęciu Zalecenia Komisji z dnia 30 kwietnia 2009 roku, Komisja Europejska opublikowała raport, w którym dokonała oceny implementacji tych rozwiązań w krajach członkowskich²⁸⁵. Okazało się, iż jedynie 16 państw członkowskich zastosowało w części lub całości zalecenia Komisji, 5 zaś rozpoczęło ich wprowadzanie. Sześć państw natomiast, wliczając w to Polskę, w ogóle nie podjęło działań i nie miało zamiaru robić tego w przyszłości. Ponadto przyjęte środki różnią się w poszczególnych państwach członkowskich stopniem rygorystyczności (w szczególności co do wymogów dotyczących struktury wynagrodzeń) i zakresem stosowania²⁸⁶.

W tej sytuacji w lipcu 2010 roku Parlament Europejski przyjął rezolucję w sprawie wynagrodzeń w sektorze usług finansowych²⁸⁷. Wskazano w nim cztery obszary, które w dalszym ciągu wymagają udoskonalenia: zarządzanie wynagrodzeniami, powiązanie wynagrodzeń i rozważne podejmowanie decyzji dotyczące ryzyka, struktura pakietu wynagrodzeń oraz nadzór i uczestnictwo akcjonariuszy. W rezolucji znalazły się zalecenia dotyczące:

- komitetu ds. wynagrodzeń, jego składu i głównych zadań;
- powiązania wynagrodzeń z wszystkimi typami ryzyka;
- powiązania wynagrodzenia zmiennego z długookresowym wzrostem wartości banku;
- struktury wynagrodzenia, w tym podziału na część stałą i zmienną;

²⁸⁵ *Zielona księga. Ład korporacyjny w instytucjach finansowych oraz polityka wynagrodzeń*, KOM (2010) 284 wersja ostateczna, Bruksela 2010.

²⁸⁶ *Ibidem*, s. 11.

²⁸⁷ Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 7 lipca 2010 roku w sprawie wynagrodzeń dyrektorów spółek i giełdowych oraz polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych (2010/2009(INI)), (Dz. U. UE, C 351 E/56).

- wynagrodzenia zmiennego odroczonego;
- odpraw.

Parlament Europejski podkreślił konieczność objęcia tymi zasadami wynagrodzeń wszystkich pracowników, których czynności zawodowe mają znaczący wpływ na profil ryzyka instytucji finansowej, w której pracują, w tym kierownictwo wyższego szczebla, osoby podejmujące ryzyko, osoby sprawujące funkcje kontrolne oraz pracownicy, których całkowite wynagrodzenie, łącznie z uprawnieniami emerytalnymi, znajduje się na tym samym szczeblu siatki płac²⁸⁸.

Kolejnym krokiem Unii Europejskiej w celu wzmocnienia zaleceń dotyczących polityki wynagradzania w sektorze usług finansowych było przełożenie ich na unijne wymogi prawne. 24 listopada 2010 roku Parlament Europejski wydał Dyrektywę²⁸⁹. Taka forma prawa zobowiązuje organy nadzoru bankowego do implementacji na rynek krajowy przepisów polityki wynagrodzeń. Daje im także uprawnienia do nakładania sankcji na banki, które nie przestrzegają nowych regulacji. Są to między innymi możliwość nałożenia na instytucję wymogów zmniejszenia ryzyka związanego z konkretnymi systemami wynagrodzeń, nałożenia kar finansowych oraz, w ostateczności, zastosowania narzutów kapitałowych²⁹⁰.

Dyrektywa dotyczy kilku kategorii pracowników. Oprócz kadry kierowniczej wyższego szczebla regulacje odnoszą się także do osób, których działalność ma istotny wpływ na profil ryzyka banku, a także pracowników, których całkowite wynagrodzenie jest na porównywalnym poziomie do wynagrodzenia kadry zarządzającej.

Polityka wynagradzania w instytucji finansowej powinna być zgodna z prawidłowym i skutecznym zarządzaniem ryzykiem, sprzyjać takiemu zarządzaniu ryzykiem i nie zachęcać do podejmowania ryzyka wykraczającego poza poziom ryzyka tolerowanego przez daną instytucję²⁹¹. Dodatkowo bank powinien zapewnić, by polityka wynagradzania uwzględniała strategię działalności, długookresowe interesy instytucji oraz środki ograniczające konflikt interesów.

W przypadku wynagrodzeń zależnych od wyników należy brać pod uwagę ocenę wyników zarówno samego pracownika, jak i danej jednostki biznesowej. Ocena ta powinna

²⁸⁸ Ibidem, pkt 20.

²⁸⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/76/UE z dnia 24 listopada 2010 roku w sprawie zmiany dyrektyw 2006/48/WE oraz 2006/49/WE w zakresie wymogów kapitałowych dotyczących portfela handlowego i restrukturyzacji oraz przeglądu nadzorczego polityki wynagrodzeń, (Dz. U. UE, L 329/3).

²⁹⁰ P. Urbanek, *Polityka wynagradzania...*, op. cit., s. 501.

²⁹¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/76/UE z dnia 24 listopada 2010 roku..., op. cit., pkt 2.3.a.

odbywać się na przestrzeni kilku lat tak, aby procedura oceny opierała się na wynikach z dłuższego okresu i, aby faktyczna wypłata składników wynagrodzenia zależnych od wyników, była rozłożona na okres uwzględniający cykl koniunkturalny banku i ryzyko związane z prowadzoną przezeń działalnością²⁹².

W przypadku struktury wynagrodzenia kadry kierowniczej dyrektywa nakazuje, by wynagrodzenie składało się z części stałej i zmiennej. Nie podaje jednak dokładnego podziału, wskazując jedynie, że wynagrodzenie stałe powinno być na takim poziomie, by była możliwość obniżenia lub nie wypłacenia zmiennych składników wynagrodzenia. Co najmniej 50% wynagrodzenia zmiennego powinno być wypłacane w formie akcji lub odpowiadających im tytułów własności, bądź też instrumentów zaliczanych do funduszy podstawowych banku. Takie wynagrodzenie ma zachęcić kadrę zarządzającą do szczególnej dbałości o dobro banku. Dyrektywa podkreśla, że co najmniej 40% zmiennych składników wynagrodzenia powinno być rozłożone na okres od 3 do 5 lat. Należy je także dostosować do charakteru działalności, związanych z nimi ryzykiem i działań danego pracownika. W przypadku zmiennych składników wynagrodzenia opiewających na szczególnie dużą kwotę odroczeniu wypłaty podlega co najmniej 60% tej kwoty, długość okresu odroczenia zaś ustala się zgodnie z cyklem koniunkturalnym, charakterem działalności, ryzykiem z nią związanym oraz działalnością pracowników, których to wynagrodzenie dotyczy²⁹³.

Dyrektywa nakazuje, by banki udostępniały, w formie rocznego raportu, informacje o polityce wynagradzania kadry kierowniczej, a także osób, które w istotny sposób wpływają na profil ryzyka banku. Powinny one obejmować między innymi dane dotyczące przyjętego systemu wynagrodzeń, kryteriów przyznawania zmiennych składników wynagrodzenia oraz sumaryczną kwotę wypłat przeznaczonych dla pracowników, których dotyczą przepisy tej dyrektywy z podziałem na wynagrodzenie stałe i zmienne²⁹⁴. Po raz kolejny pojawiają się także zalecenia dotyczące powoływania komitetu ds. wynagrodzeń.

3.3.4. Polskie regulacje prawne

W Polsce przez wiele lat brakowało regulacji prawnych dotyczących polityki wynagradzania kadry kierowniczej dedykowanych dla instytucji sektora bankowego. Banki były traktowane na tych samych zasadach jak przedsiębiorstwa z innych sektorów

²⁹² Ibidem, pkt 2.3.h.

²⁹³ Ibidem, pkt 2.3.p.

²⁹⁴ P. Sobolewski, D. Tymoczko (red.), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2012, s. 40.

gospodarki. Ostatni kryzys finansowy spowodował, że zaczęto dostrzegać różnice między sektorem bankowym i pozostałymi sektorami gospodarki.

W Polsce zmiany regulacyjne w zakresie polityki wynagradzania menedżerów w sektorze bankowym nastąpiły dopiero w 2011 roku. 28 kwietnia 2011 roku Sejm przyjął ustawę zmieniającą ustawę – Prawo Bankowe²⁹⁵. Celem tej ustawy było między innymi dostosowanie polskiego prawa w zakresie polityki wynagradzania w sektorze bankowym do regulacji międzynarodowych. Ustawa nakazuje, by banki przestrzegały uchwał Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) dotyczących polityki zmiennych składników wynagrodzeń osób zarządzających. Banki zobowiązane są także do ujawniania informacji na temat zasad ustalania wynagrodzeń kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Ustawa ta daje także możliwość Komisji Nadzoru Finansowego „nakazać obniżenie lub wstrzymanie wypłaty niektórych zmiennych składników wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku, w tym przypadających za czas zajmowania stanowiska kierowniczego w banku, nie dłużej niż za ostatnie 3 lata”²⁹⁶.

Oprócz Prawa Bankowego regulacją polityki wynagradzania w sektorze bankowym zajmuje się także Urząd Komisji Nadzoru Finansowego²⁹⁷. W odpowiedzi na nowe Zalecenia Unii Europejskiej w zakresie polityki wynagradzania w sektorze bankowym 4 października 2011 roku Komisja Nadzoru Finansowego przyjęła uchwałę w sprawie szczegółowych zasad funkcjonowania systemu zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej oraz szczegółowych warunków szacowania przez banki kapitału wewnętrznego i dokonywania przeglądów procesu szacowania i utrzymywania kapitału wewnętrznego oraz zasad ustalania polityki zmiennych składników wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku²⁹⁸. W dokumencie tym jeden z rozdziałów w całości poświęcony został polityce zmiennych składników wynagrodzeń. W dwóch kolejnych także pojawiły się przepisy dotyczące tego obszaru. Większość znajdujących się w nich przepisów w pełni pokrywa się z Dyrektywą Parlamentu Europejskiego z 24 listopada 2010 roku, która została szczegółowo

²⁹⁵ Ustawa z 28 kwietnia 2011 roku o zmianie ustawy – Prawo bankowe, ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2011 r. nr 131, poz. 763).

²⁹⁶ Ibidem, art. 1, pkt 14.

²⁹⁷ Został powołany 1 stycznia 2008 roku z powodu rosnącego znaczenia globalnych grup finansowych w Polsce, oferujących międzybranżowe produkty finansowe.

²⁹⁸ Uchwała nr 258/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku w sprawie szczegółowych zasad funkcjonowania systemu zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej oraz szczegółowych warunków szacowania przez banki kapitału wewnętrznego i dokonywania przeglądów procesu szacowania i utrzymywania kapitału wewnętrznego oraz zasad ustalania polityki zmiennych składników wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku.

opisana w rozdziale 3.3.3. Z tego względu autorka przybliży jedynie ogólny zarys Uchwał Komisji Nadzoru Finansowego.

Komisja Nadzoru Finansowego zobowiązuje banki do przekazania jej, do dnia 31 stycznia każdego roku, danych dotyczących osób, których łączne wynagrodzenie w roku poprzednim przekroczyło 1 000 000 euro. Informacje powinny zawierać także stanowisko jakie te osoby zajmują oraz strukturę ich wynagrodzeń.

Uchwała zobowiązuje do tworzenia, w ramach rady nadzorczej, komitetu ds. wynagrodzeń, którego zadaniem jest wydawanie opinii w zakresie polityki zmiennych składników wynagrodzeń, w tym poziomu i struktury wynagrodzeń, kierując się ostrożnym i stabilnym zarządzaniem ryzykiem, kapitałem i płynnością, a także długookresowym dobrem banku i jego interesariuszy. Do jego powołania zostały zobligowane banki, które spełniają chociaż jeden z czterech warunków: są notowane na giełdzie, ich udział w aktywach sektora bankowego wynosi co najmniej 1%, ich udział w depozytach sektora bankowego wynosi co najmniej 1%, ich udział w funduszach własnych sektora bankowego wynosi co najmniej 1%.

W rozdziale 3 uchwały, dotyczącym polityki zmiennych składników wynagrodzeń osób zajmujących kierownicze stanowiska w banku, znalazły się zalecenia postulowane przez instytucje międzynarodowe. Za zatwierdzanie oraz dokonywanie okresowych przeglądów zasad polityki zmiennych składników wynagrodzeń kadry kierowniczej odpowiada rada nadzorcza. Przy czym polityka ta powinna wspierać prawidłowe i skuteczne zarządzanie ryzykiem, a także wspomagać realizację strategii działalności banku.

Dla ułatwienia interpretacji przepisów Komisja Nadzoru Finansowego zdefiniowała kim jest osoba zajmująca stanowisko kierownicze w banku. Według uchwały jest to osoba, która: jest członkiem zarządu, dyrektorem oddziału lub jego zastępcą, głównym księgowym, podlega bezpośrednio członkowi zarządu, odpowiada za funkcje kontrolne w banku, pośrednio wpływa na aktywa i zobowiązania banku, a bezpośrednio na zawieranie oraz zmianę przez bank umów, bądź też jej wynagrodzenie jest zbliżone do wynagrodzenia osób wymienionych powyżej. Komisja Nadzoru Finansowego zastrzega jednak, że do osób zajmujących stanowiska kierownicze nie są zaliczone osoby, które nie mają istotnego wpływu na profil ryzyka banku.

Przy określaniu wynagrodzenia opartego na wynikach należy brać pod uwagę nie tylko efekty pracy danego menedżera, ale także wyniki banku w obszarze odpowiedzialności tego menedżera oraz wyniki całego banku. Oceniając indywidualne efekty pracy powinno się uwzględniać zarówno kryteria finansowe, jak i niefinansowe. Aby brać pod uwagę cykl

koniunkturalny banku i ryzyko związane z prowadzoną przez niego działalnością, ocena wyników powinna odbywać się co najmniej co trzy lata.

W zakresie struktury wynagrodzeń, w szczególności wynagrodzenia zmiennego odroczonego, regulacje znajdujące się w uchwale są identyczne do tych, które znajdują się w Dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 24 listopada 2010 roku. Co więcej, regulacje unijne stanowiły podstawę do utworzenia tego dokumentu.

W uchwale znalazły się także przepisy dotyczące odpraw. Powinny one uwzględniać nakład pracy menedżera, jej wydajność oraz jakość ostatnich 3 lat poprzedzających rozwiązanie umowy. Zasady dotyczące tego typu wynagrodzenia należy ustalać w taki sposób, by nie wynagradzały złych wyników.

Problem transparentności polityki wynagradzania został podjęty w kolejnej Uchwale KNF nr 259/2011²⁹⁹. Jest to najbardziej kompleksowe rozwiązanie legislacyjne, które obecnie określa kwestie przejrzystości polityki wynagradzania kadry kierowniczej w instytucjach sektora bankowego w Polsce.

Zgodnie z §14 uchwały banki podają do wiadomości publicznej informacje dotyczące polityki zmiennych składników wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze obejmujące m.in.:

- 1) informacje dotyczące procesu ustalania polityki zmiennych składników wynagrodzeń,
- 2) najważniejsze informacje dotyczące kształtowania wynagrodzeń, w tym w zakresie wynagrodzeń zależnych od wyników, kryteriów pomiaru wyników i korygowania tych wyników o ryzyko oraz zasad uwzględniania długoterminowych wyników banku uwzględniających korekty o koszt wynagrodzeń;
- 3) informacje na temat kryteriów oceny wyników, stanowiących podstawę uprawnień do składników wynagrodzenia lub zmiennych składników wynagrodzenia;
- 4) główne parametry oraz zasady ustalania wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku, w tym sposobu powiązania wysokości wynagrodzenia z wynikami w przypadku wynagrodzeń zależnych od wyników;
- 5) zbiorcze informacje ilościowe dotyczące wysokości wynagrodzenia z podziałem na linie biznesowe stosowane w zarządzaniu bankiem;

²⁹⁹ Uchwała nr 259/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 r. zmieniająca uchwałę w sprawie szczegółowych zasad i sposobu ogłaszania przez banki informacji o charakterze jakościowym i ilościowym dotyczących adekwatności kapitałowej oraz zakresu informacji podlegających ogłaszaniu.

6) zbiorcze informacje ilościowe na temat wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku z podziałem na:

a) członków zarządu, osoby podległe bezpośrednio członkowi zarządu bez względu na podstawę ich zatrudnienia, dyrektorów oddziałów i ich zastępców oraz głównego księgowego,

b) pozostałe osoby zajmujące stanowiska kierownicze w banku,
zawierające dane obejmujące:

- wartość wynagrodzeń za dany rok obrotowy z podziałem na wynagrodzenie stałe i zmienne oraz liczbę osób je otrzymujących;
- wartość i formy wynagrodzenia zmiennego z podziałem na wynagrodzenie płatne w gotówce oraz instrumentach;
- wartość wynagrodzeń z odroczoną wypłatą z podziałem na część już przyznaną i jeszcze nie przyznaną;
- wartość wynagrodzeń z odroczoną wypłatą przyznanych w danym roku obrotowym, wypłaconych i zmniejszonych w ramach korekty związanej z wynikami;
- wartość płatności związanych z podjęciem zatrudnienia i z zakończeniem stosunku zatrudnienia.

3.4. Podsumowanie

Sektor bankowy różni się od innych sektorów gospodarki pod wieloma względami. Oprócz wyższego poziomu lewarowania finansowego, specyficznej struktury aktywów i pasywów, a także większego prawdopodobieństwa wystąpienia efektu zarażenia, banki wyróżnia szersza perspektywa problemu agenta. Poza tradycyjnym konfliktem interesów między akcjonariuszami i menedżerami, w sektorze tym pojawia się konflikt na linii akcjonariusze – deponenci. Banki ze względu na dualizm funkcji, jakie mogą pełnić (mogą być jednocześnie akcjonariuszem i kredytodawcą w danej spółce) narażone są na pojawienie się konfliktu interesów dotyczącego postępowania instytucji finansowej w stosunku do przedsiębiorstwa. W wyniku wysokiego poziomu uregulowania rynek kontroli korporacji w sektorze bankowym jest mniej efektywny niż w innych sektorach gospodarki. Powoduje to rozrastanie się instytucji finansowych do rozmiarów kwalifikujących je do poziomu „za duże żeby upaść”.

Specyfika sektora bankowego oznacza, że prowadzona w bankach polityka wynagradzania kadry menedżerskiej powinna być do nich dopasowana. Najważniejszym elementem stosowanej w instytucjach finansowych polityki wynagradzania jest powiązanie jej zarówno z wynikami ekonomicznymi, jak i z ryzykiem jakie bank ponosi. W przypadku wyników ekonomicznych należy zapewnić, by bank uwzględniał perspektywę krótkookresową i długookresową. W momencie zaś, gdy instytucja finansowa decyduje się na wypłatę premii, w znacznej części powinna być ona odroczone (wypłacana w postaci opcji na akcje lub innych podobnych instrumentów). Taka polityka wynagradzania ma zapewnić, by kadra kierownicza nie podejmowała nadmiernego ryzyka i nie skupiała się na krótkookresowych wynikach banku, jak to robiła przed kryzysem finansowym. W zakresie transparentności wynagrodzeń banki powinny ujawniać wszystkie szczegóły dotyczące polityki wynagradzania i wynagrodzeń menedżerów, w tym także informacji o komitecie ds. wynagrodzeń. Ponieważ w sektorze bankowym często za poziom ryzyka odpowiadają pracownicy niższego szczebla, stosowaną politykę wynagradzania należy obejmować także wszystkich pracowników, których działania wpływają na profil ryzyka banku.

Kryzys finansowy pokazał, że należy w dalszym ciągu pracować nad ulepszeniem przepisów krajowych i międzynarodowych w zakresie polityki wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Z tego powodu wiele organizacji, w tym Komisja Europejska, Rada Stabilności Finansowej, Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego, Komisja Nadzoru Finansowego, wydało szereg regulacji i rekomendacji w tym obszarze nadzoru korporacyjnego dedykowanych specjalnie dla instytucji działających w sektorach usług finansowych.

Porównanie polskich i unijnych regulacji prawnych i środowiskowych odnoszących się do polityki wynagradzania kadry kierowniczej w bankach wskazuje na występowanie dwóch tendencji. Po pierwsze dostosowanie polskiego prawa bankowego do zapisów Dyrektywy CRD III zmniejszyło swoistą lukę legislacyjną, jaka występowała jeszcze w roku 2011. Banki działające w Polsce zostały objęte szeregiem przepisów określających zarówno procedury ustalania wynagrodzeń, jak i transparentności. Ciągłe jednak występują obszary, które nie zostały w Polsce objęte regulacjami o randze ustawowej, wyznaczającymi pożądane standardy polityki wynagradzania. Dotyczy to przede wszystkim zasad funkcjonowania komitetów ds. wynagrodzeń oraz długoterminowych programów wynagradzania opartych na własności.

Rozdział 4

Wynagrodzenia osób zarządzających bankami w badaniach empirycznych

Przez bardzo długi okres czasu nie dostrzegano potrzeby tworzenia osobnych regulacji dla sektora bankowego. To samo można było zauważyć w badaniach. Banki były traktowane tak samo jak inne podmioty i wyniki analiz odnosiły się do wszystkich przedsiębiorstw. Kryzys finansowy zmienił postrzeganie sektora bankowego. Banki zostały wydzielone jako osobna grupa zarówno w regulacjach prawnych, jak i środowiskowych. Taką samą tendencję można było dostrzec w badaniach, gdzie zaczęły powstawać prace poświęcone jedynie sektorowi bankowemu.

Polityka wynagradzania kadry zarządzającej, podobnie jak sam sektor bankowy, po wybuchu kryzysu finansowego cieszyła się dużym zainteresowaniem wśród badaczy. Powstało wiele prac poświęconych temu tematowi. W rozdziale zostaną przedstawione wyniki badań empirycznych dotyczących wynagrodzeń menedżerów w sektorze bankowym. Przegląd zostanie przeprowadzony ze szczególnym zwróceniem uwagi na: wynagrodzenie a wyniki ekonomiczne, wynagrodzenie a rynek kontroli korporacji, wynagrodzenie a standardy nadzoru korporacyjnego, wynagrodzenie a ryzyko oraz wynagrodzenie kadry kierowniczej – porównanie sektorowe.

4.1. Wynagrodzenie a wyniki ekonomiczne

Po wybuchu kryzysu finansowego polityka wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla w sektorze bankowym stała się jednym z głównych tematów na szczeblu krajowym i międzynarodowym. Środowisko naukowe także podjęło próby analizy tego narzędzia nadzoru korporacyjnego w bankach. Podstawową kwestią badań był związek między wynagrodzeniem kadry kierowniczej najwyższego szczebla, a wynikami ekonomicznymi uzyskanymi przez bank (*pay-per-performance*), także między wynagrodzeniem menedżerów a rozmiarem banku mierzonym wielkością aktywów lub sprzedażą.

Jedną z pierwszych prac poświęconych polityce wynagradzania osób zarządzających bankami był artykuł J. Barro i R. Barro³⁰⁰. Jego celem było zbadanie wpływu wielkości banku, wyników ekonomicznych, a także wskaźników charakteryzujących kapitał ludzki menedżerów (mierzony długością stażu na stanowisku prezesa) na poziom wynagrodzenia. Wyniki pokazały, że dla prezesów kontynuujących swoją karierę na tym stanowisku, wzrost wynagrodzeń jest dodatnio skorelowany z poprawą wyników ekonomicznych mierzonych za pomocą stopy zwrotu dla akcjonariuszy i zysku na jedną akcję. Badanie wykazało również, że zależność ta słabnie wraz z długością stażu pracy prezesa. Z przeprowadzonej przez autorów analizy wynika, że elastyczność wynagrodzeń w stosunku do wielkości banku kształtuje się na poziomie 1/3. Potwierdziło się także przypuszczenie, iż wielkość banku ma wpływ na poziom wynagrodzenia osób zarządzających.

G. Livine, G. Markarian i A. Milne³⁰¹ przeprowadzili analizę relacji między wynikami ekonomicznymi (w szczególności księgową wartością godziwą - *fair value accounting*, FVA) a wynagrodzeniem menedżerów (przede wszystkim premią i wynagrodzeniem opartym na własności). Uzyskane rezultaty pokazały, że wartość godziwa wyceny aktywów handlowych i aktywów dostępnych do sprzedaży są pozytywnie skorelowane z premią gotówkową. Jednakże nie jest w jakikolwiek sposób powiązana z wynagrodzeniem opartym na własności. Okazuje się także, że wynagrodzenie jest silnie powiązane ze stopą zwrotu z akcji. Wyniki te sugerują, że komitety ds. wynagrodzeń są gotowe zapłacić stosunkowo więcej menedżerom w gotówce, by zapewnić lepszą wydajność cen akcji, przy jednoczesnym zwiększeniu względnego obciążenia wynagrodzeniem opartym na własności w przypadku uzyskania przez bank słabszych wyników. Autorzy pokazali również, iż wynik na działalności handlowej – niezależnie od jego znaku – nie jest w jakikolwiek sposób powiązany z premią gotówkową prezesa. Co ciekawe, okazuje się, że straty na działalności handlowej są powiązane z większym udziałem w wynagrodzeniu całkowitym wynagrodzenia opartego na własności.

W 1999 roku R. Demsetz i M. Saidenberg³⁰² zbadali relację *pay-per-performance* biorąc pod uwagę cechy banków oraz stanowiska, na jakich zasiadają poszczególni menedżerowie. Okazało się, że struktura wynagrodzenia znacząco różni się w badanych bankach. Wielkość banku jest najważniejszą cechą objaśniającą powstałe różnice. W większych bankach wynagrodzenie menedżerów opiera się głównie na rocznej premii,

³⁰⁰ J. R. Barro, R. J. Barro, *Pay, performance, and turnover of bank CEOs*, "Journal of Labor Economics", vol. 8, no. 4, 1990, s. 448 – 481.

³⁰¹ G. Livne, G. Markarian, A. Milne, *Bankers' compensation and fair value accounting*, "Journal of Corporate Finance", vol. 17, no. 4, 2011, s. 1096 – 1115.

³⁰² R. S. Demsetz, M. R. Saidenberg, *Looking beyond the CEO: executive compensation at banks*, FRB of New York Staff Report no. 68, 1999, s. 1 – 36.

wynagrodzeniu odroczonym, wynagrodzeniu opartym na opcjach, mniej zaś na wynagrodzeniu podstawowym. Taka struktura wynagrodzenia ma większe znaczenie w przypadku prezesa w porównaniu do pozostałych osób zarządzających. Wyniki pokazują, że w największych bankach ranga CEO zwiększa wrażliwość wynagrodzenia na wyniki ekonomiczne w badanej próbie. Jednakże różnice we wrażliwości wynagrodzenia na wyniki ekonomiczne między prezesem i innymi osobami zarządzającymi są słabsze w porównaniu do różnic we wrażliwości wynagrodzenia na wyniki ekonomiczne między samymi bankami. Wrażliwość wynagrodzenia na wyniki jest znacząco wyższa dla większych banków. Zwrot z akcji zaś jest dodatnio skorelowany z wynagrodzeniem kadry zarządzającej. Dodatkowo autorzy odnotowali, że majątek pochodzący z tytułu posiadania akcji jest znacząco większy w przypadku prezesów. Jest to tak zwany uzupełniający mechanizm wyrównania (*supplementary alignment mechanism*).

Podobne badania w 2000 roku przeprowadzili J. Ang, B. Lauterbach i B. Schreiber³⁰³. Zbadali oni, jak banki wynagradzają swoich 5 czołowych menedżerów. Badania wykazały, że są znaczące różnice między formą wynagrodzenia prezesa a pozostałych osób zarządzających. Większy udział w całkowitym wynagrodzeniu CEO stanowi wynagrodzenie oparte na wynikach i opcje, niewielki zaś wynagrodzenie podstawowe. W przypadku pozostałych menedżerów struktura ich wynagrodzenia jest podobna (występujące różnice są nieistotne statystycznie). Wyniki te autorzy tłumaczą tym, iż menedżerowie poniżej stanowiska prezesa są bezpośrednio monitorowani przez CEO, w związku z czym występuje mniejsza potrzeba aby otrzymywali wynagrodzenie motywacyjne. Autorzy w analizie wykorzystali elastyczność wynagrodzenia, określaną jako procentowa zmiana wynagrodzenia spowodowana jednoprocentową zmianą w wartości akcji (jednoprocentowa zmiana w wartości dla akcjonariuszy). Badanie wykazało także, że dla wszystkich osób zarządzających elastyczność wynagrodzenia rośnie wraz ze wzrostem wielkości banku. Przy czym elastyczność wynagrodzenia względem wyników jest wyższa w przypadku prezesa banku. Autorzy tłumaczą to tym, iż CEO częściej posiada więcej akcji i opcji niż pozostałe osoby zarządzające. Poziom wynagrodzenia kadry zarządzającej jest także dodatnio skorelowany z wielkością banku.

Powiązanie wynagrodzeń kadry kierowniczej najwyższego szczebla z wynikami ekonomicznymi jest sposobem komunikowania się banku z akcjonariuszami i rynkiem

³⁰³ J. Ang, B. Lauterbach, B. Schreiber, *Pay at the executive suite: How do U. S. banks compensate their top management teams?*, "Recent Work, Finance", Anderson Graduate School of Management, UC Los Angeles, 2000, s. 1 – 35.

kapitałowym. Pokazuje to, jak duże znaczenie dla spółki ma kreowanie wartości dla akcjonariuszy. Aby było to możliwe, wymagana jest wysoka transparentność w zakresie polityki wynagradzania. Kwestią tą zajęli się H. P. Burghof i C. Hofmann³⁰⁴. W swoim artykule postawili trzy hipotezy. Pierwsza z nich mówi, iż poziom jawności wynagrodzenia menedżerów jest dodatnio skorelowany z wynikami ekonomicznymi banku i ujemnie z wynagrodzeniem menedżerów. Zgodnie z drugą hipotezą wynagrodzenie osób zarządzających jest niższe w bankach państwowych. Trzecia stwierdza, że jawność i wrażliwość wynagrodzeń menedżerów są komplementarnymi cechami polityki wynagradzania zależnymi od wyników ekonomicznych banku. Banki ujawniają bardziej szczegółowe informacje w zakresie wynagrodzeń osób zarządzających w momencie, gdy osiągają lepsze wyniki. Oznacza to, że menedżerowie mogą być bardziej skłonni do ujawniania informacji w swoim wynagrodzeniu, kiedy działają bardziej efektywnie.

Większość badań empirycznych w zakresie polityki wynagrodzeń kadry kierowniczej najwyższego szczebla w sektorze finansowym prowadzona jest na podstawie banków amerykańskich. Interesujące jest zatem spojrzenie na relację *pay-per-performance* w sektorach bankowych innych krajów. A. Laietu i C. Mellado³⁰⁵ zbadały czy występuje zależność między wynagrodzeniem menedżerów a wynikami ekonomicznymi w szwedzkim sektorze bankowym, a także czy wynagrodzenie to różni się w porównaniu do wynagrodzenia osób zarządzających w bankach zagranicznych (autorki mają tu na myśli banki zagraniczne prowadzące swoją działalność w Szwecji). Badania wykazały, że występują istotne statystycznie relacje między obrotami spółki i całkowitym wynagrodzeniem. W 2007 roku pojawia się zależność między zyskiem netto a całkowitym wynagrodzeniem. Można to interpretować w ten sposób, iż zysk netto jest istotnym czynnikiem wpływającym na wynagrodzenie, gdy występuje wzrost gospodarczy, obroty handlowe zaś w gorszych czasach, jak kryzys finansowy. Analiza wykazała także, że struktura wynagrodzenia w szwedzkich bankach i bankach zagranicznych znacznie się różni. Szwedzkie banki w ogóle nie korzystają z opcji na akcje ani z akcji jako składnika wynagrodzenia prezesa. W związku z czym poziom całkowitego wynagrodzenia prezesa w zagranicznych bankach jest znacznie wyższy.

³⁰⁴ H. P. Burghof, C. Hofmann, *Executives' compensation of European banks. Disclosure, sensitivity, and their impact on bank performance*, "Munich Business Research", 2000, s. 1 – 32.

³⁰⁵ A. Laietu, C. A. Mellado, *Compensation and company...*, op. cit.

J. Aduda³⁰⁶ zbadał relację między wynagrodzeniem menedżerów i wynikami ekonomicznymi w bankach publicznych w Kenii, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Nairobi. Dwa banki znajdujące się w próbie badawczej nie były notowane na giełdzie, jednakże zostały uwzględnione przez autora w badaniu ze względu na fakt, iż Bank Centralny w Kenii określił je jako duże banki, które stanowiły 71,8% ogólnej bazy depozytowej przemysłu i wartości netto aktywów. Analiza wykazała nieistotną negatywną zależność między wynagrodzeniem osób zarządzających a wynikami ekonomicznymi banków publicznych w Kenii. W dużych bankach publicznych wielkość banku jest kluczową determinantą wynagrodzenia kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Jest ona negatywnie skorelowana z wynagrodzeniem. Autor tłumaczy tę negatywną zależność nakładaniem górnego pułapu na wynagrodzenie osób zarządzających, aby zapewnić maksymalizację zwrotu dla akcjonariuszy. Może to wynikać z malejącego wpływu właścicieli na działalność banku spowodowanego powiększeniem rozmiaru spółki.

H. Doucouliagos, J. Haman i S. Askary³⁰⁷ w swoim artykule podjęli próbę wykazania zależności między wynagrodzeniem członków rad dyrektorów, a wynikami ekonomicznymi w australijskich bankach. Autorzy zbadali także determinanty wynagrodzenia prezesa. Badanie pokazało, że istotną determinantą wynagrodzenia dyrektorów jest wielkość banku (dodatnia korelacja), opóźnione wynagrodzenie dyrektorów (dodatnia korelacja), a także wiek dyrektorów (ujemna korelacja). Wynagrodzenie dyrektorów nie jest natomiast powiązane z wynikami banku z roku poprzedniego. Jednakże są dowody na występowanie zależności między wynagrodzeniem, a wynikami w dłuższym okresie czasu (2 lata wstecz). W przypadku prezesów, przeprowadzone przez autorów badania wykazały zależność między wynagrodzeniem a wynikami ekonomicznymi (stałą dla ROE i rosnącą dla ROA). Tego typu zależność pojawia się dla pozostałych członków rady dyrektorów w dłuższym okresie czasu.

Y. Luo i D. Jackson³⁰⁸ zbadali związek między wynagrodzeniem menedżerów, a wynikami dla chińskich instytucji finansowych notowanych na giełdzie. Wyniki empiryczne wykazały, że wynagrodzenie prezesa w chińskich bankach znacznie wzrosło w ciągu ostatniej dekady, a także, że względne różnice w wynagrodzeniu menedżerów w spółkach finansowych i niefinansowych również znacząco wzrosły. Jest niewiele dowodów popierających dodatni związek między wynagrodzeniem prezesa i wynikami ekonomicznymi mierzonymi przez

³⁰⁶ J. Aduda, *The relationship between executive compensation and firm performance in the Kenyan banking sector*, "Journal of Accounting and Taxation", vol. 3 (6), 2011, s. 130 – 139.

³⁰⁷ H. Doucouliagos, J. Haman, S. Askary, *Directors' remuneration and performance in Australian banking*, "Corporate Governance", vol. 15, no. 6, 2007, s. 1363 – 1383.

³⁰⁸ Y. Luo, D. O. Jackson, *Executive compensation, ownership structure and firm performance in Chinese financial corporation*, "Global Business and Finance Review", Spring 2012, s. 56 – 74.

zwrot z akcji (RET) lub zwrot z aktywów (ROA). Wyniki pokazały także, iż zgodnie z przewidywaniami, wielkość spółki ma pozytywny wpływ na wynagrodzenie menedżerów w chińskich instytucjach finansowych.

Podsumowanie wyników badań empirycznych dotyczących powiązania wynagrodzenia osób zarządzających z wynikami ekonomicznymi zawiera tabela 4.1.

Tabela 4.1. Wynagrodzenie kadry zarządzającej a wyniki ekonomiczne – podsumowanie wyników badań

autor	rok	próba	najważniejsze wyniki
J. Barro, R. Barro	1990	83 duże banki komercyjne, lata 1982 - 1987	<ul style="list-style-type: none"> - wynagrodzenie jest dodatnio skorelowane ze stopą zwrotu dla akcjonariuszy i zyskiem na jedną akcję; - wraz ze wzrostem długości stażu pracy zależność ta słabnie; - wielkość banku jest dodatnio skorelowana z poziomem wynagrodzenia.
R. Demsetz, M. Saidenberg	1999	298 banków publicznych, rok 1995	<ul style="list-style-type: none"> - w największych bankach pozycja prezesa zwiększa wrażliwość wynagrodzenia na wyniki ekonomiczne; - wielkość banku jest najważniejszą zmienną wyjaśniającą różnice w strukturze wynagrodzenia prezesów.
J. Ang, B. Lauterbach, B. Schreiber	2000	166 banków, lata 1993 - 1996	<ul style="list-style-type: none"> - poziom wynagrodzenia jest dodatnio skorelowany z wielkością banku; - elastyczność wynagrodzenia na wyniki jest wyższa w przypadku prezesa.
H. Burghof, C. Hofmann	2000	52 duże banki pochodzące z 12 krajów europejskich, lata 1995 - 1997	<ul style="list-style-type: none"> - wielkość banku jest dodatnio skorelowana z wynagrodzeniem menedżerów; - transparentność i wrażliwość wynagrodzenia na wyniki są dodatnio skorelowane z ROE.
H. Doucouliagos, J. Haman, S. Askary	2007	10 banków z Australii, lata 1992 - 1995	<ul style="list-style-type: none"> - wielkość banku jest dodatnio skorelowana z wynagrodzeniem; - wiek dyrektorów jest ujemnie skorelowany z wynagrodzeniem; - wynagrodzenie prezesa jest powiązane z ROE.
A. Laietu, C. Mellado	2009	12 banków publicznych pochodzących ze Szwecji, lata 2006 - 2008	<ul style="list-style-type: none"> - w okresie wzrostu gospodarczego przychody netto mają istotny wpływ na wynagrodzenie menedżerów, w czasie kryzysu zaś obroty handlowe; - ROE ma istotny wpływ na wypłatę rocznych premii.
J. Aduda	2011	9 banków z Kenii, lata 2004 - 2008	<ul style="list-style-type: none"> - występuje negatywna, nieistotna zależność między wynagrodzeniem a wynikami ekonomicznymi; - wielkość banku jest negatywnie skorelowana z poziomem wynagrodzenia.
G. Livne, G. Markarian, A. Milne	2011	152 instytucje finansowe (93% próby to banki komercyjne), lata 1996 - 2008	<ul style="list-style-type: none"> - premia gotówkowa jest dodatnio skorelowana ze zwrotem z ceny akcji; - wynik na działalności handlowej nie jest w jakikolwiek sposób powiązany z premią gotówkową prezesa; - straty na działalności handlowej są powiązane z większym udziałem wynagrodzenia opartego na własności w całkowitym wynagrodzeniu; - wartość godziwa wyceny aktywów handlowych i aktywów dostępnych do sprzedaży jest dodatnio skorelowana z premią gotówkową.
Y. Luo, D. Jackson	2012	142 instytucje finansowe, lata	<ul style="list-style-type: none"> - jest niewiele dowodów popierających dodatni związek między wynagrodzeniem prezesa i wynikami

		2001 - 2009	ekonomicznymi mierzonymi przez zwrot z akcji (RET) lub zwrot z aktywów (ROA); - wielkość banku ma dodatni wpływ na poziom wynagrodzenia menedżerów.
--	--	-------------	--

Źródło: opracowanie własne

Na podstawie danych zawartych w tabeli 4.1. można powiedzieć, że wielkość banku (liczona za pomocą wielkości aktywów) ma znaczący wpływ na kształtowanie się wynagrodzenia kadry kierowniczej. Aż w siedmiu przedstawionych badaniach autorzy wykazali znaczącą statystycznie korelację między tymi zmiennymi. W sześciu przypadkach miała ona charakter dodatni, w jednym zaś ujemny. Należy także podkreślić, iż ROE, a także zwrot dla akcjonariuszy mają znaczący wpływ na wielkość płacy osób zarządzających.

4.2. Wynagrodzenie a rynek kontroli korporacji

Rynek kontroli korporacji, a także natężenie konkurencji w sektorze bankowym mogą mieć istotny wpływ na wynagrodzenie osób zarządzających. Procesy fuzji i przejęć w tym sektorze znacząco różnią się od tego typu transakcji w innych sektorach gospodarki. Wynika to z faktu, iż instytucje finansowe są w większym stopniu uregulowane. W Stanach Zjednoczonych do lat 80 – tych ubiegłego wieku istniały przepisy nakładające ograniczenia na prowadzenie transakcji przejęć między bankami działającymi w różnych stanach³⁰⁹. Dopiero zniesienie tego rodzaju przepisów podniosło poziom konkurencji w sektorze bankowym³¹⁰. Z tych powodów w części prac, poświęconych sektorowi bankowemu, znalazły się analizy relacji między wynagrodzeniem kadry kierowniczej najwyższego szczebla, a rynkiem kontroli korporacji.

R. Hubbard i D. Palia³¹¹ w swoich artykule skoncentrowali się na wpływie rynku kontroli korporacji na poziom i strukturę wynagrodzenia prezesa w bankach komercyjnych. Mniej rygorystyczne regulacje międzystanowe prowadzą do wyższego poziomu potencjalnej konkurencji między bankami na rynku talentów menedżerskich. Wymaga to zatem zatrudniania zdolniejszych prezesów, przez co banki muszą oferować wyższe wynagrodzenie, które jest bardziej wrażliwe na wyniki. Wyniki pokazały, że wynagrodzenie prezesa i wyniki ekonomiczne (mierzone majątkiem akcjonariuszy) są dodatnio skorelowane potwierdzając hipotezę, że bardziej konkurencyjne środowisko wymaga zatrudniania prezesa z większym talentem, który musi otrzymywać wyższy poziom wynagrodzenia (zarówno podstawowego,

³⁰⁹ P. Urbanek, *Polityka wynagradzania...*, op. cit., s. 263.

³¹⁰ *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994*, Washington, January 25, 1994.

³¹¹ R. G. Hubbard, D. Palia, *Executive pay and performance...*, op. cit., s. 105 – 130.

jak i premii). Zależność *pay-per-performance* jest silniejsza na konkurencyjnym rynku w porównaniu do rynku, gdzie bankowość międzystanowa nie jest dozwolona. Przeprowadzona przez autorów analiza pokazała także, że rotacje na stanowisku prezesa znacząco rosną po deregulacji międzystanowej w sektorze bankowym. Biorąc pod uwagę wszystkie otrzymane w pracy wyniki autorzy stwierdzili, że międzystanowa deregulacja w sektorze bankowym wpływa na poziom i strukturę wynagrodzenia prezesa.

A. Crawford, J. Ezzell i J. Miles³¹² zbadali zależność między wynagrodzeniem prezesa a wynikami osiąganymi przez banki w okresie 1976 – 1988. Badany okres autorzy podzielili na dwie grupy: do roku 1982 (okres regulacji sektora bankowego) i po roku 1982 (okres deregulacji sektora bankowego). Przeprowadzona przez autorów analiza pokazała, że dla całej badanej próby (118 banków) znaleziono silną korelację między całkowitym wynagrodzeniem prezesa a wynikami ekonomicznymi. Co ciekawe, po roku 1982 relacja ta dramatycznie przybrała na sile. Przed deregulacją autorzy nie znaleźli związku między wynagrodzeniem podstawowym i premią prezesa lub opcjami a wynikami ekonomicznymi banku. Po deregulacji natomiast pojawia się istotny wzrost zależności *pay-per-performance* zarówno dla wynagrodzenia podstawowego i premii, jak i dla opcji na akcje. Po deregulacji majątek prezesa w postaci wynagrodzenia podstawowego i premii wzrósł o 0,22 dolara na każdy 1000 dolarów wzrostu majątku akcjonariuszy (przed deregulacją wzrastał jedynie o 0,035 dolara na każdy 1000 dolarów wzrostu majątku akcjonariuszy). Przed deregulacją opcje na akcje jako element wynagrodzenia menedżerów były bardzo rzadko stosowane, w związku z czym wrażliwość płacy prezesa na wyniki, dotycząca opcji na akcje, była statystycznie równa zero. Po deregulacji przeciętny majątek prezesa w postaci opcji na akcje wzrósł o 2,95 dolara na każdy 1000 dolarów wzrostu majątku akcjonariuszy. Badanie wykazało także znaczny wzrost liczby akcji w posiadaniu prezesa po deregulacji sektora bankowego.

E. Brewer, W. Hunter i W. Jackson³¹³ wykorzystali deregulację w sektorze bankowym w Stanach Zjednoczonych jako punkt odniesienia do badania zmian w programach motywacyjnych prezesów banków. Deregulację zostały potraktowane jako impulsy zewnętrzne zmieniające podstawowe relacje, które określają optymalny kontrakt menedżerski. Hipoteza postawiona przez autorów w artykule mówi, że wynagrodzenie oparte na własności (*equity-based-compensation* - EBC) jako część całkowitego wynagrodzenia

³¹² A. J. Crawford, J. R. Ezzell, J. A. Miles, *Bank CEO pay – performance relations and the effects of deregulation*, „The Journal of Business”, vol. 68, issue 2, 1995, s. 231 – 256.

³¹³ E. Brewer III, W. C. Hunter, W. E. Jackson III, *Deregulation and the relationship between bank CEO compensation and risk – taking*, Federal Reserve Bank of Chicago, WP 2003 – 32, 2003, s. 1 – 33.

rośnie wraz z wynikami ekonomicznymi. Dodatkowe założenia mówią, iż wynagrodzenie oparte na własności jest wyższe w post-regulacyjnym środowisku, a także, że EBC zmniejsza się wraz z dźwignią finansową i ryzykiem. Wybrany przez autorów okres badania wynikał z faktu, iż w tym czasie powstały dwie najważniejsze inicjatywy regulacyjne w sektorze bankowym (*The Riegle – Neal Act* z 1994 roku³¹⁴ umożliwiające bankom działalność na terenie innych stanów oraz *Gramm – Leach – Bliley Act* z 1999 roku³¹⁵ przybliżający Stany Zjednoczone do wprowadzenia bankowości uniwersalnej). Wyniki pokazały, że w okresie badanych 9 lat szereg zmian regulacyjnych zapewnił instytucjom bankowym większy stopień swobodnego ustalania zachęt wykorzystywanych do wynagradzania menedżerów w postaci wynagrodzenia opartego na własności. Deregulacje zwiększyły także możliwości inwestycyjne prezesów, co może utrudniać akcjonariuszom ocenę działań kadry zarządzającej, zwiększając problemy asymetrii informacji między kierownictwem i akcjonariuszami. Autorzy udokumentowali także wyższy udział wynagrodzenia opartego na własności w całkowitym wynagrodzeniu menedżerów po wprowadzeniu *The Riegle – Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* w 1994 roku. Analiza wykazała także związek między dźwignią finansową a wynagrodzeniem opartym na własności oraz dodatnią korelację między EBC a wielkością banku i zwrotem z aktywów. Oba rezultaty okazały się jednak nieistotne statystycznie.

Podobne badania przeprowadzili V. Cuñat i M. Guadalupe³¹⁶ analizując wpływ natężenia konkurencji w sektorze bankowym na pakiety wynagrodzeń, które banki oferują swojej kadrze kierowniczej. Autorzy wykorzystali dwie główne deregulacje w amerykańskim systemie bankowym do określenia alternatywnych mierników konkurencyjności: *The Riegle – Neal Act* z roku 1994 oraz *Gramm – Leach – Bliley Act* z 1999 roku. Wyniki wykazały, że deregulacje zasadniczo zmieniły strukturę wynagrodzenia: zmienne składniki wynagrodzenia wzrosły wraz z wrażliwością wynagrodzenia na wyniki, przy jednoczesnym spadku udziału wynagrodzenia stałego. Całkowite wynagrodzenie osób zarządzających pozostało na tym samym poziomie lub nieznacznie wzrosło po wprowadzeniu deregulacji. Jednakże ten umiarkowany wzrost jest odzwierciedleniem zmian w proporcjach stałego i zmiennego wynagrodzenia w wynagrodzeniu ogółem. Otrzymane wyniki jednoznacznie wskazały, iż poprawa konkurencyjności korzystnie wpływa na pojawienie się właściwych relacji między wynagrodzeniem osób zarządzających a wynikami ekonomicznymi.

³¹⁴ *Riegle-Neal Interstate Banking...*, op. cit.

³¹⁵ *Gramm-Leach-Bliley Act*, Washington, November 12, 1999.

³¹⁶ V. Cuñat, M. Guadalupe, *Executive compensation and competition in the banking and financial sectors*, IZA Discussion Paper no. 1123, 2004, s. 1 – 34.

Dominującym wątkiem badawczym w pracy T. Philippona i A. Reshefa³¹⁷ jest wpływ deregulacji na rozwój wynagrodzeń w sektorze finansowym. Na podstawie analizy determinant wynagrodzeń menedżerów w sektorze finansowym autorzy doszli do wniosku, iż na kształt wynagrodzeń miały wpływ przede wszystkim deregulacje i zarządzanie finansami. Badanie wykazało dodatni, istotny wpływ deregulacji na wynagrodzenie kadry kierowniczej w sektorze finansowym. Zmiana wynagrodzeń pracowników w sektorze finansowym była częścią skutecznej odpowiedzi rynku na zmiany w środowisku ekonomicznym. Potrzeby w zakresie finansowania dla podmiotów sektora niefinansowego pomagają wyjaśnić rosnące zapotrzebowanie na kompetentną kadrę menedżerską w sektorze finansowy. Okazało się również, że wynagrodzenie zasadnicze stanowiło 30% - 50% różnic płacowych jakie można zaobserwować od końca lat 90 tych ubiegłego wieku, porównując poziom wynagrodzenia menedżerów przed i po wprowadzeniu deregulacji. W tym sensie pracownicy sektora finansowego są przeplacani.

Transakcje fuzji i przejęć są obszarem, gdzie można zaobserwować konflikt interesów między akcjonariuszami i kadrą zarządzającą. Mechanizmem, który powinien skłaniać menedżerów do troski o interes akcjonariuszy przy podejmowaniu tego rodzaju decyzji jest system wynagradzania, w którym istotna część korzyści menedżerów zależy od wartości spółki³¹⁸. K. Minnick, H. Unal i L. Yang³¹⁹ zbadali jak wrażliwość wynagrodzenia menedżerów opartego na wynikach (*pay-per-performance sensitivity* - PPS) wpływa na decyzje dotyczące przejęć w bankowych grupach kapitałowych (*bank holding companies* (BHCs)). Wyniki pokazały, że w bankach z wyższym poziomem wrażliwości wynagrodzenia na wyniki występuje mniejsze prawdopodobieństwo doprowadzenia do przejęcia, które mogłoby zniszczyć wartość dla akcjonariuszy. Jednocześnie zwiększa się możliwość zdecydowania się na przejęcie, które tworzy wartość dla akcjonariuszy. Wzrost wrażliwości wynagrodzenia opartego na wynikach o 1 pkt % zmniejsza prawdopodobieństwo przeprowadzenia przejęcia zmniejszającego wartość dla akcjonariuszy o 36%, jednocześnie zwiększając prawdopodobieństwo przeprowadzenia przejęcia prowadzącego do kreacji wartości dla akcjonariuszy o 59%. W bankach przejmujących o wyższym poziomie PPS można zaobserwować lepsze wyniki finansowe mierzone wskaźnikami ROE, ROA, stopy zwrotu z akcji aż do 3 lat po przeprowadzonej transakcji. Autorzy wykazali także,

³¹⁷ T. Philippon, A. Reshef, *Wages and human capital in the U. S. financial industry: 1909 – 2006*, Working Paper 14644, 2008, s. 1 – 60.

³¹⁸ P. Urbanek, *Polityka wynagradzania...*, op. cit., s. 264.

³¹⁹ K. Minnick, H. Unal, L. Yang, *Pay for performance? CEO compensation and acquirer returns in BHCs*, "The Review of Financial Studies", vol. 24, no. 2, 2011, s. 439 – 472.

że motywacyjny efekt wrażliwości wynagrodzenia na wyniki jest silniejszy w mniejszych bankach. W większych bankach PPS nie jest tak efektywnym narzędziem motywującym prezesów do kreacji wartości dla akcjonariuszy. Badania wykazały także, że regulacje mogą nie w pełni zastępować programy motywacyjne dla menedżerów. Chociaż banki są regulowane w dużo większym stopniu niż przedsiębiorstwa niefinansowe, to wynagrodzenie motywacyjne może w dalszym ciągu znacząco kreować wartość dla akcjonariuszy w kontekście przejścia.

Podsumowanie badań empirycznych badających zależność między rynkiem kontroli korporacji a wynagrodzeniem osób zarządzających przedstawia tabela 4.2.

Tabela 4.2. Wynagrodzenie menedżerów a rynek kontroli korporacji – podsumowanie badań empirycznych

autor	rok	próba	najważniejsze wyniki
R. Hubbard, D. Palia	1995	147 banków z 36 stanów, lata 1980 – 1989	<ul style="list-style-type: none"> - wynagrodzenie prezesa i wyniki ekonomiczne są dodatnio skorelowane, co potwierdza hipotezę, iż bardziej konkurencyjne środowisko wymaga zatrudniania prezesów z większymi umiejętnościami, co przekłada na wyższe wynagrodzenie; - zależność <i>pay for performance</i> jest silniejsza na konkurencyjnym rynku; - rotacje na stanowisku prezesa pojawiają się znacznie częściej po deregulacji międzystanowej w sektorze bankowym.
A. Crawford, J. Ezzell, J. Miles	1995	118 banków komercyjnych, lata 1976 – 1988	<ul style="list-style-type: none"> - przed deregulacją nie występowała silna zależność między całkowitym wynagrodzeniem prezesa a wynikami ekonomicznymi, po deregulacji relacja ta przybrała znacznie na sile; - po deregulacji można zauważyć znaczny wzrost liczby akcji w posiadaniu prezesa; - po deregulacji pojawia się istotny wzrost <i>pay for performance</i> dla wynagrodzenia podstawowego i premii oraz opcji na akcje.
E. Brewer III, W. Hunter	2003	100 banków, lata 1992 – 2000	<ul style="list-style-type: none"> - zmiany regulacyjne zapewniły bankom większy stopień swobodnego wykorzystywania wynagrodzenia opartego na własności; - deregulacje zwiększyły możliwości inwestycyjne prezesów; - po deregulacji zwiększył się udział wynagrodzenia opartego na własności w całkowitym wynagrodzeniu.
V. Cuñat, M. Guadalupe	2004	baza danych obejmująca wynagrodzenie 5 najlepiej opłacanych menedżerów, lata 1992 - 2002	<ul style="list-style-type: none"> - po deregulacji udział zmiennych składników wynagrodzenia wzrósł wraz z wrażliwością płacy na wyniki, przy jednoczesnym spadku udziału wynagrodzenia stałego; - poprawa konkurencyjności korzystnie wpływa na pojawienie się właściwych relacji między wynagrodzeniem a wynikami ekonomicznymi.
T. Philippon, A. Reshef	2008	sektor finansowy Stanów Zjednoczonych, lata 1909 - 2006	<ul style="list-style-type: none"> - występuje dodatni wpływ deregulacji na wynagrodzenie menedżerów.
K. Minnick, H. Unal,	2011	159 fuzji przeprowadzonych	<ul style="list-style-type: none"> - w bankach o wyższym poziomie wrażliwości <i>pay for performance</i> występuje mniejsze

L. Yang		przez 65 bankowych grup kapitałowych, lata 1991 - 2005	prawdopodobieństwo doprowadzenia do przejęcia zmniejszającego wartość dla akcjonariuszy; - w bankach przejmujących o wyższym poziomie wrażliwości wynagrodzenia na wyniki można zaobserwować lepsze wyniki do trzech lat po przeprowadzeniu transakcji; - motywacyjny efekt wrażliwości <i>pay for performance</i> jest silniejszy w mniejszych bankach.
---------	--	--	--

Źródło: opracowanie własne

Dane zawarte w tabeli 4.2. pokazują, iż na kształtowanie się wynagrodzeń kadry kierowniczej najwyższego szczebla znaczący wpływ miały procesy deregulacyjne na rynku finansowym. Wrażliwość wynagrodzenia na wyniki jest znacząco silniejsza po wprowadzeniu deregulacji. Procesy deregulacyjne zapewniły także bankom większą swobodę w kształtowaniu wynagrodzeń menedżerów, co skutkowało wzrostem udziału wynagrodzenia zmiennego, w tym opartego na własności, w całkowitym wynagrodzeniu menedżerów. Istniejące badania wykazały także, że w bankach z wyższym poziomem wrażliwości płacy na wyniki występuje większe prawdopodobieństwo przeprowadzenia przejęcia kreującego wartość dla akcjonariuszy.

4.3. Wynagrodzenie a standardy nadzoru korporacyjnego

Perspektywą badawczą, która nabrała szczególnego znaczenia po wybuchu kryzysu finansowego jest uwzględnienie w badaniach standardów nadzoru korporacyjnego. Rola długoterminowych programów motywacyjnych jako narzędzia zbliżającego cele menedżerów do długookresowych interesów spółki i akcjonariuszy, została podkreślona w publikowanych pracach naukowych. Nowe wątki badawcze zaczęły uwzględniać rolę rady spółki, komitetu ds. wynagrodzeń oraz niezależnych dyrektorów przy analizie poziomu i struktury wynagrodzeń kadry zarządzającej. Zaczęto także badać wpływ nadzoru ze strony akcjonariuszy na politykę wynagradzania osób zarządzających w sektorze bankowym.

Celem pracy L. Angbazo i R. Narayanan³²⁰ było zbadanie zależności między radą dyrektorów a różnymi komponentami wynagrodzenia, takimi jak wynagrodzenie pieniężne (wynagrodzenie podstawowe i premia) i wynagrodzenie długoterminowe (akcje i opcje na akcje) zarówno prezesa, jak i pozostałych menedżerów. Wyniki pokazały, że rada dyrektorów złożona z renomowanych dyrektorów zewnętrznych wypłaca menedżerom wynagrodzenie

³²⁰ L. Angbazo, R. Narayanan, *Top management compensation and the structure of the board of directors in commercial banks*, "European Finance Review", 1, 1997, s. 239 – 259.

w większości złożone z długoterminowych zachęt, niewielką część natomiast stanowi wynagrodzenie gotówkowe. Dyrektorzy zewnętrzni z dłuższym stażem częściej wynagradzają kadrę zarządzającą za pomocą wynagrodzenia gotówkowego niż wynagrodzenia motywacyjnego. Badanie wykazało także dodatnią zależność między wynagrodzeniem dyrektorów zewnętrznych a wynagrodzeniem całkowitym i gotówkowym prezesa. Liczba dyrektorów niezależnych, a także posiadanie akcji przez członków rady dyrektorów nie mają wpływu na wynagrodzenie kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Autorzy znaleźli również silną korelację między udziałem wynagrodzenia długoterminowego w całkowitym wynagrodzeniu menedżerów a przyszłymi cenami akcji banku. Wynagrodzenie menedżerów z dłuższym stażem pracy w większej części składa się z wynagrodzenia długoterminowego w porównaniu do menedżerów z krótkim stażem pracy.

H. Mehran i J. Rosenberg³²¹ zbadali wpływ wynagrodzenia opartego na opcjach na decyzje podejmowane w banku. Wyniki pokazały, że wzrost liczby posiadanych przez prezesa banku opcji na akcje prowadzi do większej zmienności kapitału i aktywów oraz niższego poziomu pożyczek i wyższego poziomu kapitału. Wyniki te sugerują istotną rolę wynagrodzenia opartego na opcjach w kształtowaniu poziomu ryzyka w banku, wielkości i struktury kapitału. Autorzy potwierdzili także hipotezę mówiącą, że banki zwiększają kapitał aby pokryć oczekiwane przyszłe koszty z tytułu wykonania opcji. W momencie, gdy banki decydują się na większy udział opcji na akcje w całkowitym wynagrodzeniu prezesa, motywują CEO do wybierania ryzykowniejszych projektów jednocześnie tworząc większe rezerwy i utrzymując większy kapitał.

K. John, H. Mehran i Y. Qian³²² w swoim artykule postawili dwie hipotezy. Pierwsza wskazuje, że wrażliwość płacy na wyniki w wynagrodzeniu prezesa maleje wraz ze wskaźnikiem dźwigni finansowej banku. Druga natomiast mówi, iż wrażliwość płacy na wyniki w wynagrodzeniu prezesa rośnie wraz z intensywnością monitoringu zewnętrznego nadzorującego wybór ryzyka banku. Stworzony indeks monitoringu zewnętrznego dostarczył dowodów potwierdzających obie hipotezy. Wrażliwość płacy na wyniki w wynagrodzeniu prezesa jest ujemnie skorelowana ze wskaźnikiem dźwigni finansowej i dodatnio skorelowana z intensywnością monitoringu. Oba efekty są istotne statystycznie, a także są odporne na użycie alternatywnych mierników dźwigni finansowej i monitoringu.

³²¹ H. Mehran, J. Rosenberg, *The effect of employee stock options on bank investment choice, borrowing and capital*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports no. 305, 2007, s. 1 – 33.

³²² K. John, H. Mehran, Y. Qian, *Outside monitoring...*, op. cit., s. 383 – 399.

Celem badania D. Lapida i S. Nestora³²³ była analiza nadzoru korporacyjnego w bankach, w tym wynagrodzenia kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Badania wykazały, że nie ma żadnych dowodów na to, iż zrównoważenie wynagrodzenia kadry zarządzającej (wynagrodzenie zmienne nie jest dominujące) będzie zachęcało menedżerów w bankach do podejmowania mniej ryzykownych decyzji. Logiczne jest stwierdzenie, że wprowadzenie takich mechanizmów jak odroczone premie lub ich zwrot będzie miało pozytywny, długoterminowy wpływ na ryzyko podejmowane przez kadrę kierowniczą wyższego i średniego szczebla. Badanie wykazało jednak niewielkie dowody potwierdzające to stwierdzenie. Jedynie 5 banków z badanej próby wprowadziło odraczanie rocznych premii lub zwrot przez menedżerów niesłusznie wypłaconych nagród. Na podstawie otrzymanych wyników autorzy sformułowali wniosek mówiący, że kontrola poziomu ryzyka w bankach powinna być prowadzona za pomocą innych narzędzi niż polityka wynagradzania kadry kierowniczej.

W artykule R. Fahlenbrach i R. Stulz³²⁴ podjęli dwa wątki badawcze. Po pierwsze, w jakim stopniu relacja między wynagrodzeniem kadry zarządzającej a wynikami ekonomicznymi przed wybuchem kryzysu miały wpływ na wyniki osiągnięte przez banki podczas kryzysu. Po drugie, ocenę zmiany zaangażowania kapitałowego prezesów banków w oczekiwaniu na nadchodzący kryzys. Badanie wykazało, iż nie ma dowodów na to, że banki, w których występowało słabsze dopasowanie interesów kadry kierowniczej i akcjonariuszy, miały gorsze wyniki podczas kryzysu. Autorzy potwierdzili, że banki, w których motywowanie kadry kierowniczej miało formę udziałów we własności, miały znacząco gorsze wyniki niż banki, w których nie stosowano tej formy zachęt. Opcje na akcje nie miały zatem niekorzystnego wpływu na wyniki banków w czasie kryzysu. Możliwym wyjaśnieniem takich wyników jest to, iż prezesi z lepszymi zachętami motywującymi do maksymalizowania majątku akcjonariuszy podejmowali ryzyko a inni CEO nie. Ryzyko w ujęciu *ex ante* miało przynieść zysk dla akcjonariuszy. *Ex post* okazało się, że spowodowało nieoczekiwane słabe wyniki. Otrzymane rezultaty nie są zatem dowodem, że prezesi działali we własnym interesie kosztem akcjonariuszy. Gdyby prezesi banków wiedzieli, że podejmowane przez nich ryzyko nie jest w interesie akcjonariuszy oczekiwano by, że sprzedadzą posiadane przez siebie akcje przed wybuchem kryzysu. Przeprowadzona przez autorów analiza pokazała, iż taka sytuacja nie miała miejsca. Przeciwnie wielkość akcji

³²³ D. Lapido, S. Nestor, *Bank boards and the financial crisis. A corporate governance study of the 25 largest European banks*, Nestor Advisors Ltd, May 2009, s. 1 – 16.

³²⁴ R. Fahlenbrach, R. M. Stulz, *Bank CEO incentives and the credit crisis*, NBER Working Paper No. 15212, July 2009, s. 1 – 32.

w rękach prezesów wzrosła. Nic więc dziwnego, że prezesi ponieśli ogromne straty z tytułu posiadanych akcji i opcji na akcje. Przeciętnie prezesi z badanej próby stracili co najmniej 30 milionów dolarów.

R. Krause³²⁵ zbadał powiązanie między wynagrodzeniem długookresowym, a działaniem prezesa zgodnym z długoterminowym interesem spółki. Autor postawił hipotezę, że nie ma związku między udziałem wynagrodzenia długoterminowego dla prezesa w jednym roku i procentową zmianą przychodów netto banku w roku następnym. Traktując część odpisów na trudno ściągane kredyty jako czynnik świadczący o długookresowym myśleniu osób zarządzających, autor nie znalazł żadnych dowodów, które sugerowałyby związek między wynagrodzeniem długookresowym i tego rodzaju postawami kadry kierowniczej. Przeprowadzona analiza nie udowodniła także, że udział wynagrodzenia długoterminowego w całkowitym wynagrodzeniu prezesa w jednym roku ma jakikolwiek wpływ na przychody netto banku w roku następnym.

W przeciwieństwie do powszechnych opinii F. Yang³²⁶ postawił hipotezę, iż prezesi banków znacząco zmniejszyli swoje wynagrodzenia podczas kryzysu, jednak niektóre z tych obniżek było spowodowane jedynie zmianą struktury wynagrodzenia. Instytucje finansowe zostały podzielone na 5 grup: grupa 1 – banki komercyjne, grupa 2 - państwowe banki komercyjne i instytucje oszczędnościowe, grupa 3 – instytucje kredytowe, banki kredytów hipotecznych oraz federalne agencje kredytowe (na przykład *Fannie Mae*), grupa 4 – banki inwestycyjne oraz grupa 5 – pozostałe instytucje, które nie można zakwalifikować do pozostałych grup. Wyniki badania sugerują, że wynagrodzenie prezesa, biorąc pod uwagę wyniki jakie instytucje finansowe osiągnęły, wzrosły w roku 2008. Badanie wykazało także pewne zmiany w strukturze wynagrodzenia prezesów. W szczególności występowała tendencja do zamiany premii gotówkowej na inne formy wynagrodzenia, przede wszystkim opcje na akcje. Przeprowadzona analiza wykazała także, że na całkowite wynagrodzenie menedżerów istotny wpływ ma wielkość banku, zarówno przed, jak i w trakcie kryzysu. Ryzyko banku jest skorelowane z całkowitym wynagrodzeniem osób zarządzających. Jednakże korelacja ta jest istotna statystycznie tylko dla drugiej grupy banków.

S. Bhagat i B. Bolton³²⁷ w przeprowadzonych badaniach skupili się na transakcjach kupna i sprzedaży akcji banków przez prezesów. Wyniki pokazały, że w przypadku prezesów występuje 30 – razy większe prawdopodobieństwo, że będą oni zaangażowani w sprzedaż

³²⁵ R. Krause, *Does „long – term compensation” ...*, op. cit., s. 77 – 103.

³²⁶ F. Yang, *CEO compensation in the U. S. financial services industry*, August 2010, http://www.edwards.usask.ca/csfm/_files/presentations/fan%20yang.pdf, stan na dzień 10.12.2013, s. 1 – 33.

³²⁷ S. Bhagat, B. Bolton, *Bank executive compensation ...*, op. cit., s. 1 – 63.

akcji w porównaniu do kupna akcji na otwartym rynku. Co więcej wartość aktywów sprzedanych przez osoby zarządzające 100 – krotnie przewyższa wartość aktywów zakupionych. Zdaniem autorów wyniki badań potwierdziły hipotezę, że programy motywacyjne kadry zarządzającej pozwoliły na podejmowanie nadmiernego ryzyka przez banki, co przyczyniło się do obecnego kryzysu finansowego. Badania nie potwierdziły jednak, że słabe wyniki, jakie banki osiągnęły podczas kryzysu, były spowodowane nieprzewidzianym ryzykiem. Na podstawie przeprowadzonej analizy autorzy opracowali rekomendacje w zakresie tworzenia programów motywacyjnych dla menedżerów. Pakiety takie powinny być złożone jedynie z akcji lub opcji na akcje z ograniczonym prawem sprzedaży. Kadra zarządzająca mogłaby je sprzedać lub zrealizować po upływie 2 do 4 lat od momentu zakończenia kadencji na stanowisku kierowniczym. Jednakże aby zapewnić płynność menedżerowie powinni mieć zgodę na coroczne zlikwidowanie od 5% do 15% swoich pozycji właścicielskich. Taka struktura wynagrodzenia miałaby zapewnić większe zaangażowanie kadry kierowniczej do działań zgodnych z długookresowym interesem akcjonariuszy, a tym samym zniechęcić do podejmowania nadmiernego ryzyka.

H. Hakenes i I. Schnabel³²⁸ przedstawili model pokazujący, że agresywne systemy premiowe mogą być optymalną reakcją akcjonariuszy banku na zwiększone oczekiwania pomocy finansowej, które prowadzą do większego ryzyka w podejmowanych decyzjach i wyższego prawdopodobieństwa pogorszenia sytuacji banku. Analiza potwierdziła pogląd, że pułapy premiowe są odpowiednie do zapobiegania podejmowania nadmiernego ryzyka. Przykładowo Stany Zjednoczone i Niemcy wprowadziły pułapy całkowitego wynagrodzenia menedżerów dla banków, które skorzystały z pomocy rządowej. Jednakże autorzy pokazali także, że wzrost odpowiedzialności menedżerów (mierzony za pomocą odroczonej premii i konieczności zwrotu niesłusznie wypłaconych nagród – rozwiązania, które zaproponowały Unia Europejska i Rada Stabilności Finansowej) mogą podnieść poziom podejmowanego ryzyka, a nie je ograniczyć.

Powiązanie wynagrodzenia kadry kierowniczej najwyższego szczebla ze standardami nadzoru korporacyjnego w głównej mierze opracowany jest na podstawie amerykańskiego sektora bankowego. Można jednak spotkać prace naukowe dotyczące tej tematyki rozpatrywane z punktu widzenia innych krajów. Y. Luo i D. Jackson³²⁹ zbadali związek między wynagrodzeniem menedżerów a strukturą własności i działalnością komitetu

³²⁸ H. Hakenes, I. Schnabel, *Bank bonuses and bail – outs*, “Journal of Money, Credit, and Banking” forthcoming, 2013, s. 1 – 35.

³²⁹ Y. Luo, D. O. Jackson, *Executive compensation...*, op. cit., s. 56 – 74.

ds. wynagrodzeń dla chińskich instytucji finansowych notowanych na giełdzie. Wyniki pokazały, że oba czynniki mają znaczący wpływ na wynagrodzenie. Udział własności państwowej prowadzi do zmniejszenia wynagrodzeń menedżerów, podczas gdy komitet ds. wynagrodzeń podnosi poziom płacy kadry zarządzającej.

S. Chu, M. Lawrence i G. Stapledon³³⁰ przedstawiają trendy w zakresie standardów nadzoru korporacyjnego w bankach, ze szczególnym uwzględnieniem wynagrodzenia prezesa. Do roku 1998 spółki publiczne miały obowiązek ujawniania informacji w zakresie wynagrodzeń menedżerów (gdy zarabiają ponad 100 tys. dolarów) i akcji w rękach dyrektorów powyżej 10 tys. dolarów, a także liczby dyrektorów w radzie. Od 1998 roku zakres ujawnianych informacji, dotyczących wynagrodzeń osób zarządzających, był coraz bardziej szczegółowy, czego kulminacją był nakaz ujawniania danych zgodnie z CLERP 9 (*The Corporate Law Economic Reform Program Act* z 2004 roku³³¹) w raporcie dotyczącym wynagrodzeń. Jednakże dopiero po 30 czerwca 2003 roku spółki publiczne zaczęły ujawniać wartość opcji przyznanych menedżerom na tych samych zasadach co wynagrodzenie. Wyniki badań przeprowadzonych przez autorów pokazują, że w 2005 roku przeciętne wynagrodzenie gotówkowe prezesa banku wynosiło 3,123 mln dolarów, będąc o 556,3% wyższe w porównaniu do roku 1991. Gdy do wynagrodzenia włączone zostało wynagrodzenie oparte na własności, wzrost przeciętnego wynagrodzenia wyniósł 747,4% w 2005 roku w porównaniu do roku 1991. Autorzy podkreślają, że znaczący wzrost wynagrodzenia prezesa pojawia się jedynie w spółkach publicznych. Opcje na akcje, jako część długoterminowego wynagrodzenia prezesa, nie doprowadziły do znaczącego wzrostu liczby akcji w posiadaniu prezesa.

P. Urbanek³³² w swoim artykule zajął się oceną programów partycypacji menedżerów we własności w bankach publicznych w Polsce. Przeprowadzona analiza pokazała, że polskie banki publiczne w ograniczonym stopniu wykorzystują programy partycypacji we własności w porównaniu do instytucji finansowych pochodzących z innych krajów. Zaledwie co trzeci bank stosuje takie programy. Jednocześnie można zaobserwować, że banki, które wykorzystują programy partycypacji menedżerów we własności osiągają lepsze od przeciętnych wyniki finansowe.

³³⁰ S. Chu, M. Lawrence, G. Stapledon, *Trends in ASX...*, op. cit., s. 26 – 38.

³³¹ *Corporate Law Economic Reform Program (Audit Reform and Corporate Disclosure) Act 2004*, No. 103, 2004.

³³² P. Urbanek, *Programy partycypacji we własności jako narzędzie polityki wynagradzania kadry kierowniczej na przykładzie banków publicznych w Polsce*, „Ekonomia i Prawo”, vol. 13, no. 1/ 2014, s. 225 – 238.

Podsumowanie prac badających wpływ standardów nadzoru korporacyjnego na poziom wynagrodzenia kadry zarządzającej przedstawia tabela 4.3.

Tabela 4.3. Wynagrodzenie menedżerów a standardy nadzoru korporacyjnego – podsumowanie wyników badań

autor	rok	próba	najważniejsze wyniki
L. Angbazo, R. Narayanan	1997	97 banków komercyjnych, rok 1989	- występuje dodatnia zależność między wynagrodzeniem zewnętrznych dyrektorów a wynagrodzeniem całkowitym i gotówkowym prezesa; - dyrektorzy zewnętrzni z dłuższym stażem pracy częściej wynagradzają menedżerów za pomocą wynagrodzenia gotówkowego niż wynagrodzenia motywacyjnego; - liczba niezależnych dyrektorów oraz posiadanie akcji banku przez członków rady nie mają wpływu na wynagrodzenie osób zarządzających.
S. Chu, M. Lawrence, G. Stapledon	2006	9 banków, lata 1991 - 2005	- opcje na akcje jako część długoterminowego wynagrodzenia nie doprowadziło do wzrostu liczby akcji w rękach osób zarządzających; - występuje gwałtowny wzrost wynagrodzeń między 1991 a 2005 rokiem.
H. Mehran, J. Rosenberg	2007	549 obserwacji dla banków, lata 1992 - 2002	- banki zwiększają kapitał, aby pokryć oczekiwane przyszłe koszty z tytułu wykonania opcji przez menedżerów; - wzrost liczby opcji w rękach prezesa prowadzi do większej zmienności kapitału i aktywów oraz niższego poziomu pożyczek.
D. Lapido, S. Nestor	2009	25 największych banków europejskich, lata 2007 - 2008	- nie ma dowodów potwierdzających stwierdzenie, iż wykorzystywanie mechanizmów takich jak odroczone premie i ich zwrot pozytywnie wpływają na poziom ryzyka podejmowanego przez menedżerów.
R. Fahlenbrach, R. Stulz	2009	96 banków, lata 2006 - 2008	- nie ma dowodów na to, że gorsze dopasowanie interesów menedżerów i akcjonariuszy wpłynęło na uzyskanie gorszych wyników banku w czasie kryzysu; - opcje na akcje nie miały niekorzystnego wpływu na wyniki banku w czasie trwania kryzysu.
R. Krause	2009	27 największych amerykańskich banków, lata 2006 - 2007	- nie istnieje związek między udziałem wynagrodzenia długoterminowego w całkowitym wynagrodzeniu w jednym roku a przychodami netto w roku następnym; - nie ma dowodów potwierdzających związek między wynagrodzeniem długoterminowym a nastawieniem menedżera na długo okres czasu.
F. Yang	2010	277 instytucji finansowych, lata 2003 - 2008	- w czasie trwania kryzysu nastąpiła zmiana struktury wynagrodzenia, premie zostały zamienione na wynagrodzenie zmienne lub opcje na akcje, co teoretycznie obniżyło poziom wynagrodzenia; - pozycja prezesa w banku miała wpływ na zmianę struktury wynagrodzenia.
K. John, H. Mehran, Y. Qian	2010	143 bankowe grupy kapitałowe, lata 1993 - 2007	- wrażliwość płacy na wyniki jest ujemnie skorelowana ze wskaźnikiem dźwigni finansowej; - wrażliwość płacy na wyniki jest dodatnio skorelowana z intensywnością monitoringu.
S. Bhagat, B. Bolton	2011	14 największych amerykańskich	- programy motywacyjne kadry zarządzającej pozwoliły na podejmowanie nadmiernego ryzyka;

		instytucji finansowych, lata 2000 - 2008	- nie ma dowodów, iż słabe wyniki, jakie banki osiągnęły podczas kryzysu były wynikiem nieprzewidzianego ryzyka.
Y. Luo, D. Jackson	2012	142 instytucje finansowe, lata 2001 - 2009	- struktura własności ma znaczący wpływ na wynagrodzenie chińskich menedżerów; - komitet ds. wynagrodzenia ma wpływ na poziom wynagrodzenia.
H. Hakenes, I. Schnabel	2013	model	- istniejące pułapy premiowe zachęcają do podejmowania nadmiernego ryzyka; - wzrost odpowiedzialności menedżerów może podnieść poziom podejmowanego ryzyka.
P. Urbanek	2014	16 polskich banków publicznych, lata 2008 - 2012	- polskie banki publiczne w niewielkim stopniu wykorzystują długoterminowe programy motywacyjne w porównaniu do banków w innych krajach; - banki stosujące długoterminowe programy motywacyjne osiągają lepsze wyniki.

Źródło: opracowanie własne

Na podstawie danych zawartych w tabeli 4.3. można powiedzieć, iż nie zawsze wyższe standardy nadzoru korporacyjnego pozytywnie wpływają na obniżenie poziomu wynagrodzenia menedżerów. Zaprezentowane badania wykazały, że wykorzystywanie wynagrodzenia opartego na opcjach na akcje nie zawsze prowadziło do ograniczenia ryzyka podejmowanego przez osoby zarządzające. Ten rodzaj wynagrodzenia pozwolił natomiast na wykazywanie w publikowanych przez banki raportach obniżenie poziomu płac kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Jednakże nie znaleziono dowodów na to, że opcje na akcje miały niekorzystny wpływ na wyniki osiągane przez banki w czasie kryzysu. Wpływ występowania komitetu ds. wynagrodzeń i niezależnych członków w radzie banku jest niejednoznaczny. Tylko w części badań potwierdzono ich wpływ na kształtowanie się wynagrodzeń menedżerów.

4.4. Wynagrodzenie a ryzyko

Podejmowanie nadmiernego ryzyka przez menedżerów w sektorze bankowym w celu uzyskania ponadprzeciętnych wynagrodzeń uznano za jeden z czynników, który wpłynął na wybuch kryzysu finansowego. Reakcją na takie opinie były liczne badania empiryczne, w których starano się zidentyfikować czynniki wpływające na poziom i strukturę wynagrodzenia menedżerów. Szczególnie dużo uwagi poświęcono problematyce nadmiernego ryzyka podejmowanego przez kadrę kierowniczą i jego związków z prowadzoną przez banki polityką wynagradzania.

C. Chen, T. Steiner i A. Whyte³³³ badają relację między podejmowanym ryzykiem, a wynagrodzeniem menedżerów opartym na opcjach w sektorze bankowym. Wyniki pokazały, że w porównaniu do spółek przemysłowych, wykorzystanie wynagrodzenia opartego na opcjach w sektorze bankowym w ostatnich latach stało się bardziej powszechne. Procentowy udział tej formy płacy w całkowitym wynagrodzeniu menedżerów wzrósł. Struktura wynagrodzenia kadry zarządzającej (biorąc pod uwagę opcje na akcje jako udział w całkowitym wynagrodzeniu) skłaniała do podejmowania ryzyka w sektorze bankowym. Co więcej, samo ryzyko także oddziaływało na strukturę wynagrodzenia. Wyniki autorów są odporne na alternatywne pomiary ryzyka i specyfikacje modeli.

F. Salami³³⁴ w swojej pracy postawił trzy główne hipotezy. Pierwsza z nich mówi, że wynagrodzenie prezesa (w zakresie wynagrodzenia zasadniczego i premii rocznych) rośnie wraz z wynikami banku. Pozostałe dwie związane są z hipotezą pokusy nadużycia. Mówią one, że wynagrodzenie prezesa rośnie lub maleje wraz z dźwignią finansową i ryzykiem. Wyniki pokazały, że dźwignia finansowa nie ma żadnego związku z wynagrodzeniem prezesa, podczas gdy wyniki ekonomiczne banku i poziom ryzyka mają znaczący wpływ na płacę prezesa. Weryfikacja hipotez związanych z pokusą nadużycia pokazała, że w kanadyjskich bankach taki problem nie występuje. Może to wynikać z faktu, iż struktura systemu bankowego w Kanadzie jest zupełnie inna niż w Stanach Zjednoczonych.

K. Matthews i O. Matthews³³⁵ w swoim artykule starali się dowieść, że premie wypłacone bankierom są efektem, a nie przyczyną nadmiernego ryzyka podejmowanego w bankach. Koncentracja w sektorze bankowym prowadzi do traktowania banków jako „za dużych żeby upaść”. Istnienie takich instytucji podnosi poziom podejmowanego w nich ryzyka. Z tego powodu kontrakty menedżerskie były konstruowane w taki sposób, by kadra zarządzająca nie bała się podejmować większego ryzyka, co z kolei zwiększało prawdopodobieństwo kryzysu w sektorze bankowym.

F. Suntheim³³⁶ zbadał jaki wpływ na zwiększenie poziomu ryzyka, przez wybór ryzykowniejszej polityki w banku, mają zachęty dostarczane przez pakiety wynagrodzeń prezesów. Do tego celu zostały wykorzystane dwa mierniki. Pierwszy z nich Vega mierzy

³³³ C. R. Chen, T. L. Steiner, A. M. Whyte, *Does stock option-based executive compensation induce risk - taking? An analysis of the banking industry*, "Journal of Banking & Finance", 30, 2006, s. 915 – 945.

³³⁴ F. O. Salami, *CEO Compensation and Bank Risk: Empirical Evidence from the Canadian Banking System*, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1398005>, s. 1 – 18.

³³⁵ K. Matthews, O. Matthews, *Controlling bankers' bonuses: efficient regulation or politics on envy*, "Institute of Economic Affairs", March 2010, s. 71 – 76.

³³⁶ F. Suntheim, *Managerial compensation in the financial service industry*, August 2010, <http://www.northernfinance.org/2010/NFAPapers2010/papers/188.pdf>, s. 1 – 37.

wrażliwość portfela prezesa na zmiany w kapitale (miara poziomu podejmowanego ryzyka). Drugi – Delta – mierzy wrażliwość portfela prezesa na zmiany cen akcji (miara dopasowania interesów akcjonariuszy i menedżerów). Wyniki pokazały, że występuje silny związek między wynagrodzeniem motywacyjnym prezesa, a poziomem ryzyka podejmowanym w banku. Zmienność kapitału i ryzyko rosną dla Vega i spadają dla Delta. Przyglądając się polityce banków autor zauważył, że wskaźnik nieodsetkowych przychodów do całkowitych przychodów jest wyższy dla prezesa z wysokim Vega i niskim Delta. Porównując stosowaną politykę wynagradzania menedżerów w badanej próbie Suntheim zauważył, że wynagrodzenie gotówkowe i premie osiągnęły podobny poziom w większości krajów, długoterminowe programy motywacyjne zostały powszechnie przyjęte, a wynagrodzenie oparte na własności odgrywa coraz większą rolę. Mimo to prezesi amerykańskich banków w znacznie większym stopniu polegają na wynagrodzeniu opartym na własności w porównaniu do kadry zarządzającej banków z innych krajów. Banki działające w krajach ze znacznym poziomem uregulowania chętniej korzystają z wynagrodzenia opartego na własności niż banki prowadzące swoją działalność w krajach ze słabą ochroną akcjonariuszy.

W kolejnym badaniu wykazano, że rady banków preferowały systemy wynagradzania kadry kierowniczej, które zachęcały do podejmowania ryzyka³³⁷. Takie zachowanie rad nasiliło się po deregulacji sektora bankowego. Banki, w których wynagrodzenie prezesa charakteryzowała wysoka wrażliwość na ryzyko, generowały większą część swoich dochodów z tytułu działalności nieodsetkowej, inwestując znaczny procent swoich aktywów w ryzykowne instrumenty związane z sekurytyzacją aktywów. Komitet ds. wynagrodzeń w większym stopniu odpowiadał za przyjmowany przez bank poziom ryzyka po 1999 roku.

L. Bebchuk i H. Spamann³³⁸ udowodnili, że konkluzja mówiąca, iż struktura wynagrodzenia menedżerów wytwarza zachęty do podejmowania nadmiernego ryzyka, jest całkowicie zgodna z obserwacją, że wielu menedżerów banków poniosło duże straty w trakcie kryzysu finansowego. Autorzy pokazali także, że kryzys nie wyeliminował rozbieżności między interesem osób zarządzających i akcjonariuszy, deponentów, podatników. Mógł nawet powiększyć to zróżnicowanie w niektórych bankach przez ograniczenie liczby akcji i opcji na akcje, jakie kadra zarządzająca może posiadać. Autorzy w swojej pracy przyglądali się nowym regulacją mającym na celu rozwiązać problem podejmowania nadmiernego ryzyka w bankach („say on pay”, akceptacja przez niezależnych dyrektorów

³³⁷ R. De Young, E. Y. Peng, M. Yan, *Executive compensation and business policy choices at U.S. commercial banks*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Research Working Papers, RPW 10 – 02, January 2010, s. 1 – 56.

³³⁸ L. A. Bebchuk, H. Spamann, *Regulating bankers' pay*, Discussion Paper No. 641, 2010, s. 1 – 48.

pakietów wynagrodzeń, akcje z ograniczonym prawem sprzedaży). Doszli do wniosku, iż nie można oczekiwać, że tego typu reformy rozwiążą problem nadmiernego ryzyka w sektorze bankowym.

S. Balachandran, B. Kogut i H. Harnal³³⁹ zbadali relację między wynagrodzeniem motywacyjnym a ryzykiem niewypłacalności w instytucjach finansowych pochodzących ze Stanów Zjednoczonych. Wynagrodzenie kadry kierowniczej podzielili na dwie części: wynagrodzenie oparte na własności i wynagrodzenie nie oparte na własności.

Wyniki pokazały, że ryzyko niewypłacalności jest pozytywnie determinowane przez wynagrodzenie oparte na własności i negatywnie determinowane przez wynagrodzenie nie oparte na własności.

F. Tung i X. Wang³⁴⁰ zajęli się problemem relacji między wierzytelnościami prezesa wobec własnego banku (w formie emerytur i wynagrodzeń odroczonego) a poziomem ryzyka podejmowanego podczas kryzysu finansowego. Wyniki pokazały, że wierzytelności prezesa wobec własnego banku, poprzedzające kryzys, są istotnie i dodatnio związane z wynikami ekonomicznymi banku (zwrotem z akcji i księgowym zwrotem z aktywów), natomiast istotnie ale negatywnie związane z ryzykiem podejmowanym przez bank podczas kryzysu.

P. Bolton, H. Mehran i J. Shapiro³⁴¹ opracowali teoretyczny model, za pomocą którego oceniali zachęty do podejmowania ryzyka dla prezesów w instytucjach finansowych. Pokazali w nim, że w przypadku gdy programy motywacyjne i działania prezesa są nieobserwowalne, menedżerowie będą skłonni do podejmowania nadmiernego ryzyka. Poziom ryzyka maleje natomiast wraz ze wzrostem wynagrodzenia prezesa w postaci wynagrodzenia odroczonego i przyszłych emerytur.

R. Ayadi, E. Arbak i W. Groen³⁴² zajęli się oceną związku między ryzykiem w banku a różnymi aspektami programu wynagradzania kadry zarządzającej. Wyniki pokazały, że plany opcyjne i roczne premie wydają się nie podnosić ryzyka w banku. Jednakże są dowody na to, że programy motywacyjne oparte na długoterminowych wynikach mają istotny wpływ na wzrost prawdopodobieństwa bankructwa. Takie wyniki autorzy tłumaczą tym, że skoro uważa się, iż opcje i roczne premie prowadzą do wyższego ryzyka, to długoterminowe plany

³³⁹ S. Balachandran, B. Kogut, H. Harnal, *The probability of default, excessive risk, and executive compensation: A study of financial services firms from 1995 to 2008*, Columbia Business School Research Paper Series, May 2010, s. 1 – 69.

³⁴⁰ F. Tung, X. Wang, *Bank CEOs, inside debt compensation, and the global financial crisis*, Boston University School of Law Working Paper No. 11-49, October 2011, s. 1 – 51.

³⁴¹ P. Bolton, H. Mehran, J. Shapiro, *Executive compensation and risk taking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 456, November 2011, s. 1 – 43.

³⁴² R. Ayadi, E. Arbak, W. P. de Groen, *Executive compensation...*, op. cit., s. 1 – 33.

premiowe będą powodować podejmowanie jeszcze większego ryzyka. Jeśli chodzi o inne aspekty struktury wynagrodzenia, takie jak stosunek planów opcyjnych lub premii rocznych do wynagrodzenia stałego, nie wydaje się by miały one istotny wpływ na ryzyko podejmowane w banku. Autorzy pokazali także, że prezesi z dłuższym stażem pracy są częściej wynagradzani w formie długoterminowych premii niż opcji lub premii rocznych. Większe banki są mniej chętne do zamiany wynagrodzenia stałego prezesa na programy motywacyjne oparte na długoterminowych wynikach.

F. Tung³⁴³ przedstawił nowe podejście do wynagrodzenia bankierów, które zmusza do podejmowania nadmiernego ryzyka. Autor zaproponował, oprócz wynagrodzenia opartego na własności, by menedżerowie banku pewną część swojego wynagrodzenia otrzymywali w formie bankowych dłużnych papierów wartościowych. Wśród zalet tej propozycji Tung wymienił to, iż oferuje ona bardziej bezpośrednie i niezawodne zachęty dla osób zarządzających do ograniczenia podejmowania nadmiernego ryzyka. Podejście to może ułatwić dostosowanie wynagrodzenia rocznego do osiągniętych korzyści portfelowych wskazanych dla menedżerów w taki sposób, w jaki istniejące propozycje nie potrafią.

W innym artykule zostało wykazane, że cele akcjonariuszy określają poziom ryzyka instytucji finansowych a także, że poprawa zarządzania bankiem nie ogranicza podejmowanego ryzyka³⁴⁴. Autorzy wykazali dodatni związek między ryzykiem i całkowitym wynagrodzeniem menedżerów. Okazało się, że chociaż wewnętrzne udziały własnościowe nie są skorelowane z poziomem ryzyka banku, opracowana przez autorów miara wynagrodzenia rezydualnego jest silnie skorelowana z miernikiem ryzyka opartym na cenie.

P. Chaigneau³⁴⁵ pokazał, że polityka inwestycyjna preferowana przez akcjonariuszy różni się od tej preferowanej przez regulatorów. Z tego względu kontrakty menedżerskie zaprojektowane przez akcjonariuszy zachęcają do podejmowania nadmiernego ryzyka. Autor uważa, że system nadzoru korporacyjnego w sektorze bankowym mógłby być uzupełniony w jeden z dwóch sposobów. Po pierwsze, regulatorzy mogliby pozwolić akcjonariuszom ustalać zarówno poziom wynagrodzenia, jak i poziom programów motywacyjnych dla prezesa, ale nałożyliby ograniczenie na strukturę wynagrodzenia motywacyjnego. Po drugie, regulatorzy mogliby zagrozić karą prezesom upadających banków

³⁴³ F. Tung, *Pay for banker performance...*, op. cit., s. 1205 – 1252.

³⁴⁴ I. H. Cheng, H. Hong, J. A. Scheinkman, *Yesterday's heroes: compensation and creative risk – taking*, ECGI - Finance Working Paper No. 285/2010, June 2012, s. 1 – 47.

³⁴⁵ P. Chaigneau, *Risk-shifting and the regulation of bank CEOs' compensation*, September 2012, <http://ssrn.com/abstract=1663923>, s. 1 – 30.

– kara zaprojektowana byłaby w taki sposób, że wynosiłaby zero, gdy uda się poprawić wyniki banku.

F. Vallascas i J. Hagendorff³⁴⁶ zbadali wpływ premii gotówkowej prezesa na poziom ryzyka niewypłacalności banku w Stanach Zjednoczonych i w Europie. Wyniki pokazały, że wzrost premii gotówkowej prezesa powoduje spadek ryzyka niewypłacalności banku. Jest to szczególnie widoczne na silnie regulowanych rynkach finansowych. Efekt obniżania ryzyka z tytułu premii gotówkowej zanika, gdy bank zbliża się do punktu niewypłacalności. W bankach z najwyższym poziomem ryzyka wypłacanie premii promuje a nie redukuje poziom podejmowanego w banku ryzyka.

Celem artykułu A. Gande i S. Kalpathy³⁴⁷ było zbadanie, czy wynagrodzenie oparte na własności zachęcało prezesów instytucji finansowych do podejmowania nadmiernego ryzyka. Badanie wykazało, że występuje silny związek między kredytem pomocowym a wskaźnikiem Vega prezesa: 10% wzrost Vega prezesa jest powiązany z 1,41% wzrostem federalnej pomocy kredytowej. Sugeruje to, iż zachęty własnościowe wbudowane w kontrakty menedżerskie prezesów są pozytywnie powiązane z ryzykiem podejmowanym przez instytucje finansowe. Badania wykazały także, że wzrost zachęt do podejmowania ryzyka przez prezesa przed wybuchem kryzysu powiązany jest ze znaczącym wzrostem finansowej pomocy dla instytucji podczas kryzysu.

S. Bhagat i B. Bolton³⁴⁸ postawili dwie hipotezy – hipotezę zachęt menedżerskich i hipotezę nieprzewidzianego ryzyka – na podstawie których zbadali związek między ryzykiem a wynagrodzeniem kadry zarządzającej. Wyniki pokazały, że zachęty generowane przez wynagrodzenie menedżerów prowadzą do podejmowania nadmiernego ryzyka przez banki. Badanie nie potwierdziło jednak, że słabe wyniki banków podczas kryzysu były wynikiem nieprzewidzianego ryzyka. Autorzy przedstawili także własne rekomendacje. Wynagrodzenie motywacyjne menedżerów powinno składać się jedynie z akcji i z opcji z ograniczonym prawem sprzedaży – ograniczonym w tym znaczeniu, że menedżerowie nie mogą sprzedać tych akcji ani zrealizować opcji od 2 do 4 lat po zakończeniu kadencji na stanowisku kierowniczym. Pozwoli to zbliżyć długookresowe cele akcjonariuszy i menedżerów najwyższego szczebla oraz pozwoli uniknąć podejmowania nadmiernego

³⁴⁶ F. Vallascas, J. Hagendorff, *CEO remuneration and bank default risk: evidence from the U.S. and Europe*, January 2012, <http://ssrn.com/abstract=1691754>, s. 1 – 48.

³⁴⁷ A. Gande, S. Kalpathy, *CEO compensation and risk-taking at financial firms: evidence from U.S. federal loan assistance*, July 2013, <http://ssrn.com/abstract=1865870>, s. 1 – 42.

³⁴⁸ S. Bhagat, B. Bolton, *Misaligned bank executive incentive compensation*, June 2013, <http://ssrn.com/abstract=2277917>, s. 1 – 72.

ryzyka. W celu rozwiązania problemu z płynnością dozwolone jest, aby menedżerowie mogli rocznie upłynniać 5 – 15% ich udziałów.

Podsumowanie badań analizujących zależność między wynagrodzeniem kadry zarządzającej a poziomem ryzyka występującym w banku przedstawia tabela 4.4.

Tabela 4.4. Wynagrodzenie kadry zarządzającej a ryzyko – podsumowanie badań empirycznych

autor	rok	próba	najważniejsze wyniki
C. Chen, T. Steiner, A. Whyte	2006	68 banków, lata 1992 - 2000	- struktura wynagrodzenia menedżerów skłania do podejmowania ryzyka; - samo ryzyko także oddziałuje na strukturę wynagrodzenia.
F. Salami	2009	6 banków kanadyjskich, lata 2000 - 2008	- poziom ryzyka i wyniki ekonomiczne mają wpływ na wielkość wynagrodzenia menedżerów; - w kanadyjskich bankach nie występuje problem pokusy nadużycia.
K. Matthews, O. Matthews	2010	-	- premie wypłacane menedżerom są efektem a nie przyczyną nadmiernego ryzyka.
F. Suntheim	2010	76 banków pochodzących z 18 krajów, lata 1997 - 2008	- istnieje silny związek między wynagrodzeniem motywacyjnym prezesa a poziomem podejmowanego ryzyka; - prezesi amerykańskich banków w znacznie większym stopniu wykorzystują wynagrodzenie oparte na własności w porównaniu do prezesów w innych krajach.
R. de Young, Y. Peng, M. Yan	2010	134 banki, lata 1994 - 2006	- rady banków preferowały systemy wynagradzania menedżerów, które zachęcały do podejmowania ryzyka; - banki, w których wynagrodzenie prezesa charakteryzowała wysoka wrażliwość na ryzyko znaczny procent swoich aktywów inwestowały w instrumenty związane z sekurytyzacją aktywów.
L. Bebchuk, H. Spamann	2010	-	- struktura wynagrodzenia menedżerów zachęcała do podejmowania nadmiernego ryzyka; - kryzys nie wyeliminował rozbieżności między interesem osób zarządzających a akcjonariuszami i deponentami.
S. Balachandran, B. Kogut, H. Harnal	2010	117 instytucji finansowych, lata 1995 - 2008	- ryzyko niewypłacalności jest pozytywnie determinowane przez wynagrodzenie oparte na własności i negatywnie determinowane przez wynagrodzenie nie oparte na własności.
F. Tung, X. Wang	2011	83 banki, rok 2006	- wierzytelności prezesa wobec banku są dodatnio skorelowane z wynikami banku i negatywnie skorelowane z ryzykiem podejmowanym przez bank.
P. Bolton, H. Mehran, J. Shapiro	2011	-	- poziom ryzyka maleje wraz ze wzrostem wynagrodzenia odroczonego i przyszłych emerytur; - w przypadku, gdy programy motywacyjne i działania prezesa są nieobserwowalne, menedżerowie będą skłonni do podejmowania nadmiernego ryzyka.
R. Ayadi, E. Arbak, W. de Groen	2011	53 banki europejskie, lata 1999 - 2009	- plany opcyjne i roczne premie nie podnoszą ryzyka; - programy motywacyjne oparte na

			długoterminowych wynikach mają istotny wpływ na wzrost prawdopodobieństwa bankructwa banku.
I. Cheng, H. Hong, J. Scheinkman	2012	instytucje finansowe, lata 1992 – 2008	- cele akcjonariuszy określają poziom ryzyka instytucji finansowej; - istnieje dodatni związek między ryzykiem i całkowitym wynagrodzeniem menedżerów.
P. Chaigneau	2012	-	- kontrakty menedżerskie zaproponowane przez akcjonariuszy zachęcają do podejmowania nadmiernego ryzyka.
F. Vallascas, J. Hagendorff	2012	117 banków publicznych, lata 2000 - 2008	- wzrost premii gotówkowej prezesa powoduje spadek ryzyka niewypłacalności banku; - w bankach z najwyższym poziomem ryzyka wypłata premii promuje a nie redukuje poziom podejmowanego w banku ryzyka.
A. Gande, S. Kalpathy	2013	69 dużych instytucji finansowych, które otrzymały kredyt pomocowy od Rezerwy Federalnej	- występuje silny związek między kredytem pomocowym a miernikiem zachęt do podejmowania ryzyka; - zachęty własnościowe wbudowane w kontrakty menedżerskie są dodatnio powiązane z ryzykiem podejmowanym w banku.
S. Bhagat, B. Bolton	2013	14 największych amerykańskich banków, lata 2000 - 2008	- zachęty menedżerskie mają wpływ na poziom podejmowanego ryzyka; - nie ma dowodów, że słabsze wyniki banków podczas kryzysu były wynikiem nieprzewidzianego ryzyka.

Źródło: opracowanie własne

Na podstawie danych zawartych w tabeli 4.4. można powiedzieć, że struktura wynagrodzenia menedżerów miała wpływ na poziom podejmowanego ryzyka. Wzrost udziału wynagrodzenia odroczonego w całkowitym wynagrodzeniu osób zarządzających pozytywnie oddziałuje na ograniczenie ryzyka. Należy także podkreślić, że na strukturę wynagrodzenia menedżerów miały wpływ cele akcjonariuszy, którzy preferowali politykę wynagradzania zachęcającą do podejmowania większego ryzyka.

4.5. Wynagrodzenie – porównanie sektorowe

Kryzys finansowy pokazał, że banki powinny być traktowane inaczej niż spółki działające w innych sektorach gospodarki. W związku z tym również w badaniach empirycznych ten sektor gospodarki należy wyodrębnić. Jednym z wątków badawczych, podejmowanych szczególnie w badaniach prowadzonych po roku 2008, było porównanie sektora bankowego i pozostałych sektorów gospodarki pod względem stosowanej polityki wynagradzania menedżerów.

R. Adams i H. Mehran³⁴⁹ porównali banki publiczne i spółki przemysłowe pod względem nadzoru korporacyjnego. Wyniki pokazały, że bankowe spółki kapitałowe, w porównaniu do spółek przemysłowych, mają średnio więcej komitetów (4,9 w porównaniu do 4,4), które spotykają się bardziej regularnie (7,9 razy do 7,6 razy). Stosunek płacy menedżera w postaci opcji na akcje do wynagrodzenia podstawowego i premii jest mniejszy w bankach (1,0 w porównaniu do 1,6 w przedsiębiorstwach przemysłowych). Wynika z tego, że rady w bankach w mniejszym stopniu polegają na wynagrodzeniu opartym na długoterminowych zachętach, takich jak opcje na akcje. Autorzy uważają, że biorąc pod uwagę pakiety wynagrodzeń i strukturę własności, na które wpływają między innymi regulacje, nie można oczekiwać, iż w najbliższej przyszłości struktura wynagrodzenia prezesa będzie podobna w bankach i spółkach przemysłowych.

Podobne badania przeprowadzili K. John i Y. Qian³⁵⁰. Wyniki pokazały, że wrażliwość płacy na wyniki w spółkach przemysłowych jest wyższa niż w bankach. Co ciekawe, wrażliwość wynagrodzenia gotówkowego w spółkach przemysłowych jest wyższa niż w bankach, gdy zostanie wyłączony z badania rok 1999. W momencie, gdy w badaniu zostanie uwzględniony rok 1999 wrażliwość wynagrodzenia w sektorze niefinansowym jest niższa. Badanie potwierdziło także, że wrażliwość płacy na wyniki jest niższa w większych spółkach z wyższym wskaźnikiem zadłużenia. Dlatego też banki charakteryzują się niższym wskaźnikiem wrażliwości płacy na wyniki.

Porównanie wynagrodzenia kadry menedżerskiej w sektorze bankowym i pozostałych sektorach gospodarki zostało przedstawione w obszernym opracowaniu autorstwa M. Conyon i inni³⁵¹. Wyniki pokazały, że ponad połowa przeciętnego wynagrodzenia prezesa w Stanach Zjednoczonych wypłacana jest w formie akcji i opcji na akcje z ograniczonym prawem sprzedaży, podczas gdy prezesi z Europy otrzymują jedynie 1/10 swojego wynagrodzenia w formie akcji lub opcji. Badanie wykazało, że płaca w bankach europejskich w mniejszym stopniu opiera się na wynagrodzeniu podstawowym, w większym zaś na premii w porównaniu do struktury wynagrodzenia w spółkach niefinansowych. Co więcej, przeciętna premia dla prezesów banków europejskich spadła o 70% i 100%³⁵² w latach 2006 i 2008, w porównaniu do niewielkiego spadku o 14% i 10% dla prezesów spółek z innych sektorów. Premie prezesów banków europejskich w większym stopniu zmalały niż premie wypłacane

³⁴⁹ R. Adams, H. Mehran, *Is corporate governance different for bank holding companies?*, "FRBNY Economic Policy Review", April 2003, s. 123 – 142.

³⁵⁰ K. John, Y. Qian, *Incentive features in CEO compensation in the banking industry*, "FRBNY Economic Policy Review", April 2003, s. 109 – 121.

³⁵¹ M. J. Conyon et. al., *The executive compensation...*, op. cit., s. 1 – 139.

³⁵² W 2008 roku przeciętna premia prezesa w europejskim banku wynosiła 0 euro.

prezesom w amerykańskim sektorze bankowym w roku 2006 i 2008. Autorzy wykazali także, że prezesi banków europejskich posiadają większą liczbę akcji i opcji w porównaniu do prezesów europejskich spółek niefinansowych. Wartość tych akcji i opcji spadła znacznie bardziej w sektorze bankowym niż w innych sektorach, w wyniku czego prezesi europejskich banków ponieśli znacznie większe straty.

Celem pracy autorstwa P. Gregg, S. Jewell i I. Tonks³⁵³ było zbadanie determinantów wynagrodzenia menedżerów, jak ta relacja zmieniła się na przestrzeni lat i czy są jakieś dowody na to, że wynagrodzenie osób zarządzających w sektorze finansowym mogło przyczynić się do kryzysu finansowego. Zarazem analiza miała na celu weryfikację hipotezy, że jeśli struktura wynagrodzenia w spółkach finansowych przyczyniła się do kryzysu, to relacja płaca – wyniki między wynagrodzeniem menedżerów a zyskami w krótkim okresie powinna być silniejsza w sektorze finansowym niż w innych sektorach. Wyniki pokazały, że wynagrodzenie podstawowe i premie we wszystkich spółkach znacząco wzrosły w badanym okresie. Wynagrodzenie w sektorze finansowym jest wysokie, jednak w przeciwieństwie do przewidywań, że płaca była nadwrażliwa na zyski w krótkim okresie czasu, badanie wykazało, iż wrażliwość wynagrodzenia na wyniki w bankach nie jest znacząco wyższa w porównaniu do innych sektorów. Analizując spółki ze wszystkich sektorów autorzy zauważyli asymetrię związku między płacą a wynikami. Kiedy zwrot z akcji jest wysoki elastyczność płacy na wyniki także jest relatywnie wysoka. Jednakże wynagrodzenie menedżerów jest mniej wrażliwe na wyniki, kiedy zwrot z akcji jest niski. Zależność ta jest prawdziwa dla wszystkich spółek, nie tylko tych z sektora finansowego.

P. Egger, M. Ehrlich i D. Radulescu³⁵⁴ przeprowadzili analizę mającą na celu porównanie wynagrodzenia menedżerów w sektorze finansowym i innych sektorach. Wyniki pokazały, że wynagrodzenie w sektorze finansowym jest o 43% wyższe w porównaniu do wynagrodzenia w innych sektorach. Wynagrodzenie zmienne stanowi 52,5% całkowitego wynagrodzenia osób zarządzających w sektorze finansowym co wskazuje, że w tym sektorze wynagrodzenie jest bardziej wrażliwe na wyniki. Analiza potwierdziła także, że wynagrodzenie prezesa jest znacząco wyższe w porównaniu do innych menedżerów (zarówno wynagrodzenie całkowite, jak i jego komponenty).

³⁵³ P. Gregg, S. Jewell, I. Tonks, *Executive pay and performance: did bankers' bonuses cause the crisis?*, "International Review of Finance", 12:1, 2012, s. 89 – 122.

³⁵⁴ P. H. Egger, M. von Ehrlich, D. Radulescu, *How much it pays to work in the financial sector*, "CESifo Economic Studies", vol. 58, 1, 2012, s. 110 – 139.

G. Dong³⁵⁵ skupił się na analizie wynagrodzenia prezesa w sektorze bankowym i niefinansowych sektorach gospodarki. Kryterium wyboru prezesów był ich staż pracy (musieli zasiadać w spółce co najmniej 10 lat). Badania nie dostarczyły dowodów dla stwierdzenia, że prezesi banków otrzymują wyższe wynagrodzenie w porównaniu do prezesów innych spółek. Jednakże wyniki sugerują, że dla wszystkich prezesów, zarówno z instytucji finansowych, jak i niefinansowych, udział wynagrodzenia gotówkowego i opcji w całkowitym wynagrodzeniu jest za duży, natomiast udział akcji za mały. Wyniki pokazują także, że banki płacą więcej swoim prezesom, w formie wynagrodzenia podstawowego, akcji i opcji na akcje, w porównaniu do domów maklerskich i towarzystw ubezpieczeniowych.

Podsumowanie badań porównujących wynagrodzenie menedżerów w bankach i spółkach niefinansowych zawiera tabela 4.5.

Tabela 4.5. Wynagrodzenie menedżerów – porównanie sektorowe

autor	rok	próba	najważniejsze wyniki
R. Adams, H. Mehran	2003	35 bankowych spółek kapitałowych, lata 1986 – 1999 oraz 50 największych spółek przemysłowych, lata 1992 - 1999	<ul style="list-style-type: none"> - banki posiadają więcej komitetów, które częściej się spotykają; - stosunek opcji na akcje do wynagrodzenia podstawowego i premii jest niższy w bankach; - banki rzadziej stosują wynagrodzenie oparte na własności; - na wynagrodzenie menedżerów w bankach i spółkach przemysłowych mają wpływ podobne czynniki.
K. John, Y. Qian	2003	120 banków, 997 spółek przemysłowych, lata 1992 - 2000	<ul style="list-style-type: none"> - wrażliwość płacy na wyniki w spółkach przemysłowych jest wyższa niż w bankach; - w większych spółkach, z wyższym wskaźnikiem zadłużenia wrażliwość płacy na wyniki jest niższa.
M. Conyon i inni	2010	30 banków europejskich, 99 banków amerykańskich, 1500 spółek z innych sektorów, rok 2006 i 2008	<ul style="list-style-type: none"> - wynagrodzenie menedżerów w bankach w porównaniu do wynagrodzenia menedżerów w spółkach niefinansowych w mniejszym stopniu opiera się na wynagrodzeniu podstawowym, w większym zaś na premii; - premie prezesów w bankach w znacznie większym stopniu spadły w porównaniu do premii wypłacanej prezesom spółek niefinansowych.
P. Gregg, S. Jewell, I. Tonks	2012	415 spółek, z czego 56 z sektora finansowego, lata 1994 - 2006	<ul style="list-style-type: none"> - wrażliwość wynagrodzenia na wyniki w bankach nie jest znacząco wyższa w porównaniu do spółek z sektorów niefinansowych; - dla wszystkich sektorów elastyczność wynagrodzenia na wyniki jest dodatnio skorelowana ze zwrotem z akcji.
P. Egger, M. von Ehrlich	2012	7403 spółki z 42 krajów OECD, lata 2002 - 2007	<ul style="list-style-type: none"> - wynagrodzenie w sektorze finansowym jest znacząco wyższe w porównaniu do pozostałych sektorów gospodarki; - największe różnice występują w przypadku stosowania długoterminowych programów motywacyjnych;

³⁵⁵ G. N. Dong, *Excessive bank CEO pay and financial crisis: evidence from structural estimation*, June 2013, <http://www.columbia.edu/~gd2243/docs/bank.pdf>, s. 1 – 56.

			- wynagrodzenie jest bardziej wrażliwe na wyniki w sektorze finansowym.
G. Dong	2013	331 obserwacji, lata 1992 - 2008	- nie ma dowodów, że prezesi banków zarabiają więcej niż prezesi innych spółek; - banki płacą więcej prezesom w postaci wynagrodzenia podstawowego, akcji i opcji na akcje w porównaniu do innych spółek finansowych.

Źródło: opracowanie własne

Na podstawie danych zawartych w tabeli 4.5. nie można przedstawić jednoznacznych wniosków. Część prac potwierdza hipotezę, iż poziom wynagrodzenia kadry kierowniczej w bankach jest znacząco wyższy w porównaniu do płacy osób zarządzających w spółkach z innych sektorów gospodarki. Część badań zaś temu przeczy. Wyniki analiz przedstawionych autorów są zgodne natomiast, że struktura wynagrodzenia kadry kierowniczej najwyższego szczebla znacząco różni się w sektorze bankowym i innych sektorach. W bankach menedżerowie w mniejszym stopniu są wynagradzani za pomocą wynagrodzenia podstawowego i opcji na akcje, w większym zaś poprzez premie.

4.6. Podsumowanie

Do początku lat 90 – tych XX wieku autorzy prac naukowych analizujących wynagrodzenia kadry kierowniczej najwyższego szczebla nie wyodrębniali sektora bankowego, traktując go jak inne sektory gospodarki. Dopiero po tym okresie zwrócono uwagę na różnice dzielące instytucje finansowe i inne przedsiębiorstwa. Od tego momentu zaczęły powstawać prace poświęcone wynagrodzeniu osób zarządzających *stricto* w sektorze bankowym. Teoretyczną podstawą większości badań jest problem agencji i wynikająca z tego potrzeba konstrukcji takich relacji kontraktowych, które zbliżałyby preferencje agentów – menedżerów i pryncypałów – akcjonariuszy³⁵⁶.

Jednym z wątków badawczych przejawiających się w literaturze jest analiza wpływu wyników ekonomicznych i wielkości banku na wynagrodzenie kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Potwierdzono, iż ROE oraz stopa zwrotu dla akcjonariuszy ma znaczący wpływ na kształtowanie się poziomu wynagrodzeń menedżerów. Wielkość banku (mierzona za pomocą wielkości aktywów) również jest dodatnio skorelowana z wynagrodzeniem kadry zarządzającej.

³⁵⁶ P. Urbanek, *Polityka wynagradzania kadry kierowniczej w sektorze bankowym w świetle wyników badań empirycznych*, „Zarządzanie i Finanse”, vol. 11, no. 2, part 6, 2013, s. 261.

Wśród wielu prac naukowych można się również spotkać z takimi, które zbadały wpływ rynku kontroli korporacji na płacę osób zarządzających w sektorze bankowym. Badania potwierdziły wpływ procesów deregulacyjnych na zwiększenie swobody w kształtowaniu wynagrodzeń w bankach (banki w większym stopniu zaczęły wykorzystywać wynagrodzenie oparte na własności). Deregulacja w tym sektorze gospodarki zwiększyła również wrażliwość wynagrodzenia na wyniki.

Jakość standardów nadzoru korporacyjnego również starano się powiązać z wynagrodzeniem kadry zarządzającej w sektorze bankowym. Istniejące badania nie potwierdziły jednoznacznie wpływu powoływania komitetu ds. wynagrodzeń i niezależnych dyrektorów do rady na kształtowanie płacy menedżerów.

Po wybuchu kryzysu finansowego powstało wiele prac poświęconych powiązaniu wynagrodzeń menedżerów w sektorze bankowym w poziomem ryzyka. Wykazano w nich, iż struktura wynagrodzenia miała wpływ na poziom przyjętego w banku ryzyka. Wzrost wykorzystania wynagrodzenia odroczonego zmniejszył jego poziom.

Część autorów starała się wykazać różnice w stosowanej w bankach i spółkach niefinansowych polityce wynagradzania osób zarządzających. Na podstawie istniejącej literatury nie da się jednak jednoznacznie potwierdzić faktu, iż poziom wynagrodzenia menedżerów w sektorze bankowym jest znacząco wyższy w porównaniu do pozostałych sektorów gospodarki. Badania dowiodły natomiast, że banki w mniejszym stopniu wykorzystują wynagrodzenie podstawowe i opcje na akcje, w większym zaś premie w porównaniu do spółek niefinansowych.

Rozdział 5

Polityka wynagradzania menedżerów w polskich bankach publicznych – wyniki badań własnych

5.1. Ogólna charakterystyka badań

Nieefektywne systemy wynagradzania kadry zarządzającej w sektorze finansowym zostały uznane za jedną z najważniejszych przyczyn wybuchu kryzysu finansowego z 2008 roku. Relatywnie dobra sytuacja polskich banków w porównaniu do spółek sektora finansowego w innych krajach nasuwa pytanie o to, jakie mogły być tego przyczyny. W tym kontekście interesująca jest ocena polityki wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla w polskim sektorze bankowym. Na tej podstawie można podjąć próbę odpowiedzi na pytanie, czy efektywna polityka wynagradzania była jednym z czynników, które uchroniły polskie banki przed kryzysem?

Głównym celem badań, których wyniki zostały przedstawione w poniższym rozdziale rozprawy, była ocena polityki wynagradzania kadry zarządzającej w bankach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W ramach tak sformułowanego celu badawczego można wyróżnić następujące aspekty polityki wynagradzania, które zostały objęte badaniami:

1. transparentność polityki wynagradzania,
2. długoterminowe programy motywacyjne oparte na własności,
3. funkcjonowanie komitetów ds. wynagrodzeń,
4. wysokość i struktura wynagrodzeń,
5. czynniki determinujące poziom wynagrodzeń.

Badanie zostało przeprowadzone na próbie 16 banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie dla lat 2005 – 2013. Dane niezbędne do analizy zostały zebrane na podstawie informacji zawartych w raportach rocznych, w szczególności w sprawozdaniach z działalności zarządu i sprawozdaniach finansowych oraz w sprawozdaniach rad nadzorczych i ich komitetów. Raporty te udostępniane są na stronach internetowych poszczególnych banków.

5.2. Ocena wybranych aspektów polityki wynagradzania

5.2.1. Transparentność polityki wynagradzania

Przejrzystość informacji jest jednym z aspektów nadzoru korporacyjnego wskazujący stosunek spółki do swoich interesariuszy. Wysoki poziom transparentności z jednej strony daje przewagę konkurencyjną przedsiębiorstwu w obszarze przyciągania nowych inwestorów. Potencjalny inwestor informację na temat spółki czerpie przede wszystkim z publikowanych przez nią raportów. W związku z tym wysoka jakość wydawanych przez przedsiębiorstwa dokumentów daje poczucie, że dana spółka jest rzetelna i godna zaufania, w związku z czym warto w nią zainwestować. Z drugiej zaś strony wysoki poziom transparentności może stanowić zagrożenie dla przedsiębiorstwa. Umieszczając w ogólnie dostępnych dokumentach istotne dla spółki informacje, naraża się ona na to, że konkurencja wykorzysta te dane, by ulepszyć swój produkt lub usługę i umocnić swoją pozycję na rynku.

Wysokie standardy w zakresie przejrzystości informacji stają się w ostatnich latach koniecznością, wynikającą z regulacji krajowych i międzynarodowych. Szczególny nacisk położony jest na transparentność informacji w zakresie polityki wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Takie działania regulatorów są wynikiem nieefektywnego i nieprzejrzystego systemu wynagradzania osób zarządzających w sektorze bankowym, który został uznany za jedno ze źródeł wybuchu kryzysu finansowego.

Banki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w większości twierdzą, iż stosują zalecenia znajdujące się w regulacjach prawnych i środowiskowych na temat polityki wynagrodzenia kadry kierowniczej najwyższego szczebla, w tym również te dotyczące jej transparentności. Jednakże oceniając raporty publikowane przez spółki z sektora bankowego można zauważyć duże różnice w zakresie i jakości ujawnianych informacji.

Ocena transparentności polityki wynagradzania została przeprowadzona na podstawie narzędzia badawczego, którym jest indeks transparentności przygotowany na podstawie informacji ujawnianych przez banki w raportach rocznych. Indeks obejmuje trzy indeksy częściowe odnoszące się do informacji na temat:

1. zasad wynagradzania,
2. długoterminowych programów motywacyjnych,
3. komitetów do spraw wynagrodzeń.

Dla każdego z indeksów częściowych zebrano informacje dotyczące wybranych aspektów funkcjonowania polityki wynagradzania w każdym z wymienionych obszarów.

Dobór zmiennych wchodzących w skład indeksów cząstkowych jest determinowany przede wszystkim regulacjami. W przypadku pierwszego z indeksów wynika to z obligatoryjnych kategorii ujawnień, zgodnych z Uchwałą 259/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 r. W drugim indeksie zawarte są cechy, które mogą być podstawą do oceny skali stosowania długoterminowych programów partycypacji we własności. W trzecim indeksie – komitetów ds. wynagrodzeń – znajdują się kategorie dotyczące zasad funkcjonowania komitetów, które są zgodne z postanowieniami Dyrektywy CRD III, ale które nie zostały wprost przeniesione na polski grunt prawny.

Wszystkie zmienne użyte do konstrukcji indeksów cząstkowych mają charakter zerojedynkowy i są tak dobrane, że większa wartość indeksu oznacza wyższy poziom transparentności tego obszaru polityki wynagradzania, który jest opisywany przez dany indeks.

Zastosowana metoda badawcza umożliwia określenie dla każdego banku wartości każdego z indeksów cząstkowych. W zbiorczym indeksie transparentności przyjęto (ZIT), iż każdy z indeksów cząstkowych ma identyczny wpływ na pozycjonowanie badanych banków ze względu na poziom transparentności polityki wynagradzania. Ponieważ liczba zmiennych tworzących indeksy cząstkowe różni się dokonano ich standaryzacji. Wykorzystano do tego następującą formułę³⁵⁷:

$$ZIT_j = \sum_{k=1}^4 \frac{T_{i,j}}{\max T_i}$$

gdzie:

ZIT_j – wartość zbiorczego indeksu transparentności dla j-tego banku,

$T_{i,j}$ – wartość i-tego indeksu cząstkowego dla j-tego banku,

$\max T_i$ – maksymalna wartość dla i-tego indeksu cząstkowego.

Wystandaryzowana wartość indeksów cząstkowych dla każdego banku mieści się w przedziale (0,1). Wartość ZIT mieści się w przedziale (0,3). Im większy jest ZIT, tym wyższy poziom transparentności polityki wynagradzania występuje w banku.

Pierwszy indeks cząstkowy odnosi się do kategorii ujawnień zawartych w Uchwale Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku, obligatoryjnych dla

³⁵⁷ A. Słomka-Gołębiowska, P. Urbanek, *Wpływ nadzoru korporacyjnego na transparentność polityki wynagradzania kadry kierowniczej w bankach w Polsce*, maszynopis, 2014.

polskiego sektora bankowego. Obejmuje on w szczególności kwestie dotycząc wysokości i struktury wynagrodzeń, odpraw, kryteriów pomiaru wyników, zasad uwzględniania ryzyka, dodatkowych świadczeń, okresów odroczenia wypłat itp. Tabela 5.1. zawiera listę zmiennych tworzących indeks.

Tabela 5.1. Zmienne wchodzące w skład indeksu transparentności zasad wynagradzania

lp	Zmienna
1	czy są informacje o kryteriach pomiaru wyników
2	czy są informacje o korygowaniu wyników o ryzyko
3	czy są zasady uwzględniania długoterminowych wyników banku
4	czy są główne parametry oraz zasady ustalania wynagrodzeń członków zarządu
5	czy są informacje na temat okresu odroczenia
6	czy jest ujawniane wynagrodzenie zasadnicze
7	czy jest ujawniana wielkość bonusu za rok, którego dotyczy sprawozdanie
8	czy wiadomo za jakie lata wypłacony jest bonus
9	czy wiadomo jakie wynagrodzenie jest należne, a jakie wypłacone
10	czy jest ujawniona kwota korzyści dodatkowych
11	czy wiadomo co wchodzi w skład korzyści dodatkowych
12	czy jest to pełna lista korzyści dodatkowych
13	czy korzyści dodatkowe obejmują świadczenia emerytalne
14	czy korzyści dodatkowe obejmują świadczenia medyczne
15	czy korzyści dla członków zagranicznych są istotnie wyższe niż dla obywateli polskich
16	czy jest uzasadnione dlaczego korzyści dla członków zagranicznych są wyższe
17	czy są zbiorcze informacje ilościowe dotyczące wysokości wynagrodzenia z podziałem na linie biznesowe stosowane w zarządzaniu bankiem
18	czy są zbiorcze informacje ilościowe na temat wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku
19	Czy jest opisana zasada wypłacania odpraw
20	Czy jest podana wielkość odprawy (ilokrotność wynagrodzenia)
21	Czy jest umowa o niepodejmowaniu działalności konkurencyjnej
22	Czy jest podany okres jaki ta umowa obejmuje
23	Czy odprawa wypłacana jest bezwarunkowo, czy w wypadku złych rezultatów nie jest wypłacana

Źródło: opracowanie własne

Zakres ujawnień w zakresie zasad wynagradzania kadry zarządzającej obejmuje kilka elementów. Po pierwsze, aby mówić o pełnej transparentności, banki powinny prezentować informacje na temat samej polityki wynagradzania, w tym informacje o kryteriach pomiaru wyników, głównych paramentach oraz zasad ustalania wynagrodzeń, informacji o korygowaniu wyników o ryzyko, czy zasad uwzględniania długoterminowych wyników banku. Punkty 1 – 5 obejmują ten zakres pytań. Po drugie, banki powinny ujawniać zagadnienia związane z poszczególnymi elementami płacy, takimi jak wynagrodzenie podstawowe, premie, pozostałe korzyści. Punkty 6 – 16 dotyczą tego obszaru zasad wynagradzania. Po trzecie, dobrą praktyką jest ujawnianie takich informacji, które pozwalają porównać wynagrodzenie zarządu z innymi osobami zajmującymi stanowiska kierownicze, bądź też biorąc pod uwagę linie biznesowe stosowane w zarządzaniu bankiem. Punkty

17 – 18 odnoszą się do tego aspektu polityki wynagradzania. Po czwarte, istotnym składnikiem wynagrodzenia jest odprawa, którą osoba zarządzająca otrzymuje w momencie zakończenia pracy na stanowisku członka/prezesa zarządu. Wysoka transparentność odnosi się nie tylko do wysokości wypłaconej rekompensaty, lecz także informacji o zasadach jej wypłacania, w tym podstawy jej wypłacania, czy też występowaniu umowy o nieprowadzeniu działalności konkurencyjnej. Dlatego też punkty 19 – 23 dotyczą tego obszaru wynagrodzeń.

Tabela 5.2. przedstawia indeks transparentności zasad wynagradzania dla spółek z sektora bankowego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2005 – 2013 oraz przeciętny wynik dla całego badanego okresu³⁵⁸.

Tabela 5.2. Indeks transparentności zasad wynagradzania

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	średnia
Alior Bank								0,35	0,43	0,39
Bank BPH	0,35	0,35	0,39	0,48	0,52	0,57	0,52	0,61	0,65	0,49
Bank Handlowy	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,43	0,48	0,33
BGŻ							0,26	0,65	0,65	0,52
BOŚ	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,61	0,70	0,38
BRE Bank	0,39	0,43	0,39	0,43	0,35	0,35	0,26	0,65	0,70	0,44
BZ WBK	0,35	0,35	0,35	0,30	0,30	0,30	0,39	0,48	0,65	0,39
DZ Polska	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17				0,17
ING	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,48	0,48	0,48	0,65	0,33
Kredyt Bank	0,22	0,22	0,22	0,35	0,35	0,39	0,30	0,13		0,27
Millennium	0,22	0,22	0,17	0,17	0,09	0,22	0,13	0,22	0,39	0,20
Noble Bank			0,04	0,04	0,13	0,13	0,13	0,30	0,39	0,17
Nordea Bank	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,39	0,17	0,19
Paribas Fortis	0,22	0,22	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,30	0,43	0,27
Pekao S. A.	0,17	0,17	0,26	0,30	0,26	0,22	0,48	0,57	0,65	0,34
PKO BP	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,52	0,57	0,29

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Żaden bank w całym badanym okresie nie uzyskał maksymalnej wartości indeksu. Oceniając indeks transparentności zasad wynagrodzenia dla poszczególnych lat warto zwrócić uwagę na fakt, iż we wszystkich spółkach z sektora bankowego z roku na rok rośnie jego wartość. W roku 2013 (poza Nordea Bankiem) badane banki uzyskały najwyższy poziom indeksu. Biorąc zaś pod uwagę przeciętny indeks transparentności zasad wynagradzania dla całego badanego okresu należy podkreślić, że jedynie w banku BGŻ osiągnął on poziom powyżej 0,5. Należy także zwrócić uwagę na fakt, iż w trakcie trwania kryzysu finansowego, nie nastąpił znaczący wzrost poziomu tego indeksu, co może świadczyć o tym, iż polskie banki publiczne nie odczuwały potrzeby ujawniania szerszego zakresu informacji na temat

³⁵⁸ Ponieważ w momencie przeprowadzenia badania Nordea Bank nie opublikował wszystkich niezbędnych dokumentów za rok 2013, wyniki za ten rok mogą być zaniżone.

zasad wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Nie zostały one także do tego zmuszone przez żadne inicjatywy regulacyjne. Wyniki te wskazują, iż jakość i ilość ujawnianych informacji w zakresie transparentności wynagrodzenia w polskich bankach publicznych jest na bardzo niskim poziomie. Może jednak cieszyć fakt, że zakres publikowanych danych z roku na rok rośnie. Wydaje się, iż główną przyczyną rosnącej przejrzystości w tym zakresie polityki wynagradzania jest konieczność przestrzegania Uchwały Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku.

Drugim z ocenianych obszarów transparentności banków są długoterminowe programy motywacyjne (LTIP). Dla potrzeb konstrukcji indeksu długoterminowych programów motywacyjnych użyto 12 cech, które mogą być podstawą do oceny zakresu stosowania takich narzędzi motywacyjnych przez banki. Obejmują one informacje, które spółki są zobligowane ujawniać na temat płatności w formie akcji, zgodnie z MSSF 2³⁵⁹. Lista zmiennych wchodzących w skład indeksu długoterminowych programów motywacyjnych przedstawiono w tabeli 5.3.

Tabela 5.3. Zmienne wchodzące w skład indeksu długoterminowych programów motywacyjnych

lp	Zmienne
1	Czy bank stosuje długoterminowe programy motywacyjne
2	Czy jest informacja jaki jest to rodzaj programu (oparty na kapitale emitenta bądź grupy kapitałowej)
3	Czy jest informacja o kategorii pracowników jacy są objęci programem
4	Czy jest podany model wyceny, jaki bank wykorzystuje
5	Czy jest podana wartość godziwa według modelu wyceny
6	Czy jest informacja na temat sposobu rozliczenia programu
7	Czy są podane warunki nabycia uprawnień
8	Czy jest podany okres nabycia uprawnień
9	Czy jest informacja na temat ceny realizacji
10	Czy jest informacja na temat dochodów z tytułu uczestnictwa w programie
11	Czy jest informacja na temat kosztu z tytułu programu w danym roku
12	Czy jest informacja o liczbie przyznanych uczestnikom opcji

Źródło: opracowanie własne

Tabela 5.4. przedstawia indeks transparentności długoterminowych programów motywacyjnych w latach 2005 – 2013 oraz przeciętny wynik dla całego badanego okresu.

Tabela 5.4. Indeks długoterminowych programów motywacyjnych

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	średnia
Alior Bank								0,75	0,67	0,71
Bank BPH	0,00	0,00	0,00	0,58	0,92	0,92	0,92	0,83	0,83	0,56

³⁵⁹ Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 2. Płatności w formie akcji, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 29.11.2008, pkt 44 - 52.

Bank Handlowy	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,83	0,83	0,77
BGŻ							0,00	0,00	0,00	0,00
BOŚ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,83	0,92	0,19
BRE Bank	0,83	0,75	0,75	0,83	0,67	0,83	0,83	0,83	0,83	0,79
BZ WBK	0,25	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,83	0,83	0,83
DZ Polska	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00				0,00
ING	0,67	0,67	0,67	0,67	0,75	0,92	0,92	0,92	0,83	0,78
Kredyt Bank	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		0,00
Millennium	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Noble Bank			0,00	0,00	0,00	0,08	1,00	0,92	0,83	0,40
Nordea Bank	0,00	0,00	0,67	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,57
Paribas Fortis	0,00	0,00	0,67	0,67	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
Pekao S. A.	0,83	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,91
PKO BP	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Oceniając wyniki uzyskane dla indeksu długoterminowych programów motywacyjnych należy zwrócić uwagę na dwie kwestie. Wartość indeksu dla poszczególnych banków zależy nie tylko od skłonności banku do ujawniania tego rodzaju informacji, ale również od tego, czy banki stosują tego rodzaju narzędzia wynagradzania kadry kierowniczej. Niski poziom transparentności może wynikać przede wszystkim z tej drugiej przyczyny.

Najlepszy wynik dla tego indeksu w całym badanym okresie osiągnął bank Pekao S. A. Wynosił on 0,83 w roku 2005 oraz 0,92 w latach 2006 – 2013, co pozwoliło mu uzyskać przeciętny poziom 0,91. Kilka banków – Bank Handlowy, BRE Bank, ING - w całym badanym okresie osiągnęło poziom co najmniej 0,67. Część banków (BGŻ, DZ Polska, Kredyt Bank, Millennium, Paribas Fortis, poza latami 2007 – 2008, i PKO BP) nie wprowadziło żadnego długoterminowego programu motywacyjnego na przestrzeni analizowanych lat. W związku z czym otrzymały 0 punktów dla tego indeksu. Jest to zaskakujący rezultat, ponieważ od roku 2012, zgodnie z nowymi regulacjami wprowadzonymi dla instytucji polskiego sektora bankowego na mocy Uchwały 258/2011 Komisji Nadzoru Finansowego, „...co najmniej 50% wynagrodzenia zmiennego stanowić ma zachętę do szczególnej dbałości o długoterminowe dobro banku i składa się z następujących składników:

- a) akcje lub odpowiadające im tytuły własności, w zależności od formy prawnej banku lub związane z nimi instrumenty finansowe albo odpowiadające im instrumenty niepieniężne, w przypadku banku, którego akcje nie są dopuszczone do publicznego obrotu.”³⁶⁰.

³⁶⁰ Uchwała nr 258/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 r. w sprawie szczegółowych zasad funkcjonowania systemu zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej oraz szczegółowych warunków szacowania przez banki kapitału wewnętrznego i dokonywania przeglądów procesu szacowania i

Fakt, iż banki nie stosują się do tych regulacji, świadczy o niedostatecznym nadzorze prowadzonym przez Komisję Nadzoru Finansowego. Może także budzić wątpliwości zasadność wprowadzania takich regulacji do prawa twardego, skoro nieprzestrzeganie ich nie pociąga za sobą żadnych negatywnych konsekwencji dla banków, które się do nich nie stosują.

Funkcjonowanie komitetów ds. wynagrodzeń jest ostatnim z obszarów polityki wynagradzania objętym oceną transparentności. W skład indeksu wchodzi takie elementy jak: skład komitetu, zadania do zrealizowania, udział niezależnych członków rady nadzorczej w komitecie ds. wynagrodzeń, czy też doświadczenie osób zasiadających w komitecie. Zmienne te są zgodne z przepisami zawartymi w Dyrektywie CRD III, jednakże nie zostały one w żaden sposób przeniesione do polskiego prawa. Pełna lista zmiennych znajduje się w tabeli 5.5.

Tabela 5.5. Zmienne wchodzące w skład indeksu transparentności komitetu ds. wynagrodzeń

lp	
1	czy komitet ds. wynagrodzeń istnieje
2	czy są informacje, czy bank korzystał z usług konsultanta zewnętrznego
3	czy są informacje dotyczące składu komitetu ds. wynagrodzeń
4	czy są informacje dotyczące zakresu zadań komitetu ds. wynagrodzeń
5	czy w komitecie ds. wynagrodzeń zasiadają niezależni członkowie
6	czy przewodniczący komitetu ds. wynagrodzeń jest niezależny
7	czy jest informacja na temat liczby posiedzeń komitetu ds. wynagrodzeń
8	czy w komitecie ds. wynagrodzeń zasiadają osoby, które są członkami kadry zarządzającej w innej spółce publicznej
9	czy jest dostępny regulamin komitetu ds. wynagrodzeń
10	czy w regulaminie komitetu ds. wynagrodzeń lub regulaminie rady nadzorczej opisane są procedury określania wynagrodzenia członków zarządu
11	czy są sprawozdania komitetu ds. wynagrodzeń
12	czy w sprawozdaniach rady nadzorczej poruszane są kwestie wynagrodzenia członków zarządu
13	czy członkowie komitetu ds. wynagrodzeń mają doświadczenie lub/i wiedzę w zakresie systemów wynagradzania wyższego kierownictwa
14	czy komitet ds. wynagrodzeń współpracuje z komitetem ryzyka przy opracowywaniu systemu wynagradzania kadry zarządzającej

Źródło: opracowanie własne

Tabela 5.6. przedstawia indeks komitetu ds. wynagrodzeń dla polskich banków publicznych dla lat 2005 – 2013 oraz przeciętny wynik indeksu dla całego badanego okresu³⁶¹.

utrzymywania kapitału wewnętrznego oraz zasad ustalania polityki zmiennych składników wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku, § 29.

³⁶¹ Ponieważ w momencie przeprowadzenia badania Nordea Bank nie opublikował wszystkich niezbędnych dokumentów za rok 2013, wyniki za ten rok mogą być zaniżone.

Tabela 5.6. Indeks transparentności komitetu ds. wynagrodzeń

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	średnia
Alior Bank								0,50	0,50	0,50
Bank BPH	0,07	0,50	0,64	0,57	0,57	0,57	0,64	0,71	0,64	0,55
Bank Handlowy	0,43	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,86	0,79	0,70
BGŻ							0,36	0,43	0,14	0,31
BOS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,57	0,57	0,13
BRE Bank	0,36	0,57	0,64	0,57	0,64	0,64	0,64	0,71	0,71	0,61
BZ WBK	0,36	0,36	0,43	0,43	0,43	0,43	0,50	0,50	0,43	0,43
DZ Polska	0,00	0,00	0,00	0,29	0,29	0,29				0,15
ING	0,07	0,50	0,71	0,71	0,79	0,71	0,71	0,79	0,79	0,64
Kredyt Bank	0,43	0,43	0,71	0,64	0,64	0,64	0,64	0,43		0,57
Millennium	0,29	0,29	0,36	0,43	0,50	0,50	0,57	0,64	0,64	0,47
Noble Bank			0,00	0,00	0,00	0,00	0,07	0,29	0,36	0,10
Nordea Bank	0,00	0,00	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,36	0,21	0,14
Paribas Fortis	0,21	0,21	0,50	0,50	0,43	0,43	0,50	0,64	0,64	0,45
Pekao S. A.	0,21	0,21	0,43	0,57	0,57	0,57	0,71	0,79	0,71	0,53
PKO BP	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07	0,57	0,64	0,57	0,21

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Badane banki utrzymują stabilny poziom, jeśli chodzi o zakres informacji ujawnianych na temat komitetu ds. wynagrodzeń. Jednakże należy podkreślić, że przeciętne wyniki dla całego badanego okresu nie są satysfakcjonujące. Bank z najwyższym poziomem ujawnień (Bank Handlowy) uzyskał zaledwie 0,7 punktu. Rezultaty te mogą wynikać z tego, iż mimo istnienia już od wielu lat rekomendacji dotyczących konieczności powoływania komitetu ds. wynagrodzeń, znajdowały się one jedynie w regulacjach środowiskowych, których banki nie musiały stosować. Dopiero Uchwała Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku nałożyła na banki obowiązek powołania takiego komitetu, stwierdzając, iż „W bankach znaczących pod względem wielkości, organizacji wewnętrznej oraz rodzaju, zakresu i złożoności prowadzonej działalności, działa komitet ds. wynagrodzeń, którego członkowie są powoływani przez radę nadzorczą lub komisję rewizyjną, spośród swoich członków. Komitet ds. wynagrodzeń wydaje opinie na temat polityki zmiennych składników wynagrodzeń, w tym wysokości i składników wynagrodzeń, kierując się ostrożnym i stabilnym zarządzaniem ryzykiem, kapitałem i płynnością oraz szczególną dbałością o długoterminowe dobro banku, interes akcjonariuszy, inwestorów i udziałowców banku”³⁶².

Należy jednak podkreślić, iż właśnie ten indeks transparentności kształtował się na najwyższym poziomie w porównaniu do pozostałych cząstkowych indeksów w polskim sektorze bankowym. Takie wyniki mogą świadczyć o tym, że ten element polityki wynagradzania jest uznawany przez banki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie za mało kontrowersyjny, co zachęcało je do ujawniania szerszego zakresu

³⁶² Uchwała nr 258/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 r..., op. cit., § 6.3.

informacji na temat funkcjonowania komitetu ds. wynagrodzeń. Należy przy tym podkreślić, iż żadne regulacje prawne nie wymagają od banków wysokiej transparentności w tym zakresie. Można zatem przyjąć, iż jest to objawem chęci poprawy poziomu komunikacji między bankami a ich interesariuszami.

Suma wyników z poszczególnych indeksów stanowi zintegrowany indeks transparentności polityki wynagradzania. Łącznie bank może w nim uzyskać 3 punkty w każdym roku. Tabela 5.7. przedstawia zintegrowany indeks transparentności polityki wynagradzania dla polskich banków publicznych w latach 2005 – 2013 oraz przeciętny wynik indeksu dla całego badanego okresu.

Tabela 5.7. Zbiorczy indeks transparentności polityki wynagradzania dla polskich banków publicznych (maksymalnie 3 punkty)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	średnia
Alior Bank								1,60	1,60	1,60
Bank BPH	0,42	0,85	1,03	1,63	2,01	2,05	2,08	2,16	2,13	1,59
Bank Handlowy	1,48	1,77	1,77	1,77	1,77	1,77	1,77	2,13	2,10	1,81
BGŻ							0,62	1,08	0,80	0,83
BOS	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	2,01	2,18	0,70
BRE Bank	1,58	1,76	1,78	1,84	1,66	1,82	1,74	2,20	2,24	1,84
BZ WBK	0,95	1,62	1,69	1,65	1,65	1,65	1,81	1,81	1,91	1,64
DZ Polska	0,17	0,17	0,17	0,46	0,46	0,46				0,32
ING	0,91	1,34	1,55	1,55	1,71	2,11	2,11	2,18	2,27	1,75
Kredyt Bank	0,65	0,65	0,93	0,99	0,99	1,03	0,95	0,56		0,84
Millennium	0,50	0,50	0,53	0,60	0,59	0,72	0,70	0,86	1,03	0,67
Noble Bank			0,04	0,04	0,13	0,21	1,20	1,51	1,58	0,67
Nordea Bank	0,17	0,17	0,98	1,07	1,07	1,07	1,07	1,50	1,14	0,91
Paribas Fortis	0,43	0,43	1,43	1,43	0,69	0,69	0,76	0,95	1,08	0,87
Pekao S. A.	1,22	1,30	1,61	1,79	1,75	1,71	2,11	2,27	2,28	1,78
PKO BP	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,29	0,79	1,16	1,14	0,50

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Polskie banki publiczne charakteryzują się niską transparentnością jeśli chodzi o politykę wynagradzania członków zarządu. Tylko siedem banków uzyskało co najmniej połowę punktów w całym badanym okresie. Jednak żaden z nich nie przekroczył wartości 2. Najlepszy wynik uzyskał BRE Bank – 1,84 punktów. Na drugim miejscu uplasował się Bank Handlowy – 1,81 punktów, na trzecim zaś Pekao S. A. – 1,78 punktów. W dalszej kolejności był bank ING (1,75 punktów), BZ WBK (1,64 punktów), Alior Bank (1,60 punktów) oraz Bank BPH (1,59 punktów). Tak słabe wyniki banków notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych mogą świadczyć o tym, iż przez wiele lat kwestia wynagrodzenia kadry kierowniczej najwyższego szczebla była sprawą wyłącznie banku, który nie musiał dzielić się z opinią publiczną informacjami na ten temat. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że z roku na rok polskie banki publiczne osiągały coraz wyższy poziom zintegrowanego

indeksu transparentności. Najwyższy wzrost można zauważyć po roku 2012, od którego zaczęła obowiązywać Uchwała Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku.

5.2.2. Długoterminowe programy motywacyjne

Podstawowym zadaniem polityki wynagradzania kadry zarządzającej jest zbliżenie interesów menedżerów z długookresowymi celami banku. Do tego celu wykorzystywana jest część zmienna odroczonej płacy. Dzięki temu, iż ten element wynagrodzenia wypłacany jest z pewnym przesunięciem czasowym, kadra kierownicza najwyższego szczebla, podejmując strategiczne decyzje, bierze pod uwagę zarówno krótki, jak i długi horyzont czasowy. Co więcej, możliwość zastosowania przez bank mechanizmu *malus* (obniżenie bądź wstrzymanie się z wypłatą części zmiennej wynagrodzenia) i *clawback* (odebranie wcześniej wypłaconej płacy) powoduje, iż osoby zarządzające są bardziej skłonne ograniczać działania niekorzystne dla spółki.

Jednym z elementów zmiennego wynagrodzenia odroczonego jest długoterminowy program motywacyjny (*long term incentive plan* - LTIP). Długi horyzont czasu związany z realizacją takiego planu ma prowadzić do tego, że kadra kierownicza najwyższego szczebla będzie działać w najlepszym interesie banku.

Tabela 5.8. pokazuje skalę stosowania długoterminowych programów motywacyjnych w polskich bankach publicznych.

Tabela 5.8. Liczba długoterminowych programów motywacyjnych

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alior Bank								1	1
Bank BPH	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Bank Handlowy	2	2	2	2	2	2	2	2	2
BGŻ							0	0	0
BOŚ	0	0	0	0	0	0	0	1	1
BRE Bank	2	2	1	3	2	2	2	3	4
BZ WBK	1	1	1	1	1	1	1	1	1
DZ Polska	0	0	0	0	0	0			
ING	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Kredyt Bank	0	0	0	0	0	0	0	0	
Millennium	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Noble Bank			0	0	0	0	1	1	1
Nordea Bank	0	0	1	1	1	1	1	1	1

Paribas Fortis	0	0	1	1	0	0	0	0	0
Pekao S. A.	1	1	2	2	2	2	2	2	2
PKO BP	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Nie wszystkie banki notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych zdecydowały się na wprowadzenie długoterminowego programu motywacyjnego. Bank BGŻ, DZ Polska, Kredyt Bank, Millennium oraz PKO BP w całym badanym okresie w ogóle nie posiadały takiego programu. Bank Paribas Fortis natomiast był uczestnikiem LTIP jedynie w okresie 2007-2008. Takie działania banków mogą dziwić zważywszy na fakt, iż Uchwała 258/2011 Komisji Nadzoru Finansowego nałożyła na banki obowiązek wynagradzania kadre kierowniczą najwyższego szczebla także za pomocą akcji lub odpowiadającym im tytułem własności. Pozostałe banki w latach 2005-2013 posiadały co najmniej jeden długoterminowy program motywacyjny. BRE Bank w 2013 roku posiadał aż 4 takie programy. Takie wyniki mogą świadczyć o tym, że ten typ programów motywacyjnych jest coraz chętniej stosowany.

W dalszej części analizy zostaną pominięte te banki, które nie stosują LTIP.

Większość banków notowanych na WGPW jest kontrolowana przez inwestorów zagranicznych, którymi są wielkie międzynarodowe grupy kapitałowe. Oznacza to, że długoterminowe programy motywacyjne mogą być oparte na kapitale własnym banku, lub też mogą to być akcje lub opcje na akcje banku dominującego. Decyzja ta ma istotne znaczenie dla spółki i jej akcjonariuszy. Stosowanie programów w ramach całej grupy kapitałowej jest sprzeczne z nadrzędnym celem takich instrumentów motywacyjnych, którym jest zachęta do szczególnej dbałości o dobro banku. Bodźcem do takich zachowań powinna być wypłata części wynagrodzenia w akcjach i odpowiadającym im instrumentom własności banku, w którym osoba wynagradzana pełni funkcje kierownicze. Jednoznacznie wskazuje na to interpretacja Uchwały Komisji Nadzoru Finansowego³⁶³.

Tabela 5.9. przedstawia, jakim rodzajem programu są LTIP, stosowane w badanych bankach.

³⁶³ Komisja Nadzoru Finansowego, *Interpretacja uchwał KNF w zakresie polityki zmiennych składników wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku*, 23.12.2011.

Tabela 5.9. Rodzaj programu

	Oparty na kapitale Emitenta	Oparty na kapitale Grupy Kapitałowej
Alior Bank	Program uprawniający do objęcia warrantów subskrypcyjnych, które upoważniają do objęcia akcji	
Bank BPH		Program uprawniający do nabycia opcji na akcje GE i akcji zastrzeżonych (RSU)
Bank Handlowy ¹		Program uprawniający do objęcia opcji na zakup akcji Citigroup (program opcji pracowniczych SOP)
Bank Handlowy ²		Program uprawniający do objęcia „akcji odroczonej” Citigroup (program akumulacji kapitału – CAP)
BOŚ	Program uprawniający do nabycia akcji BOŚ	
BRE Bank ^{1 2}	Program przyznaje prawo do objęcia opcji na akcje	
BRE Bank ³	Program uprawniający do objęcia obligacji z prawem pierwszeństwa do objęcia akcji Banku	Program uprawniający do objęcia obligacji z prawem pierwszeństwa do objęcia akcji Commerzbanku AG.
BRE Bank ^{4 6}	Program uprawniający do objęcia obligacji z prawem pierwszeństwa do objęcia akcji Banku	
BRE Bank ⁵	W ramach tego programu można uzyskać prawo do premii, w tym do premii bezgotówkowej wypłacanej w akcjach Banku, w tym akcjach fantomowych.	
BZ WBK	Program umożliwia nabycie akcji banku na preferencyjnych zasadach	
ING		Program przyznaje prawo do objęcia opcji na akcje ING Group NV i warunkowe prawo do objęcia świadectw depozytowych w odniesieniu do akcji ING
Noble Bank	Program uprawniający do nabycia warrantów	
Nordea Bank		Program uprawnia do nabycia akcji NBAB
Paribas Fortis	W ramach Programu Fortis przyznaje opcje na akcje Fortis	
Pekao S. A. ¹	W ramach programu przyznawane są prawa pierwszeństwa do nabycia akcji Banku	
Pekao S. A. ²		W ramach programu przyznawane są prawa pierwszeństwa do nabycia akcji podmiotu dominującego Spółki UniCredito Italiano S.p.A.

^{1,2,3,4} Numery 1, 2, 3 i 4 oznaczają konkretny długoterminowy program motywacyjny, w przypadku, gdy bank posiadał więcej niż jeden program.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Jak widać, badane banki stosują oba rodzaje programów. W przypadku Banku Handlowego wszystkie LTIP oparte są na kapitale Grupy Kapitałowej. BRE Bank natomiast preferuje programy oparte na kapitale własnym. Tylko jeden długoterminowy program motywacyjny działający w BRE Banku oparty jest zarówno na kapitale emitenta, jak i na kapitale spółki dominującej. Co więcej, jest to jedyny program o takiej charakterystyce

w całej badanej próbie. Inne banki, jak na przykład Pekao S.A., zdecydowały się na dwa programy motywacyjne, przy czym jeden z nich oparty jest na kapitale własnym, drugi zaś na kapitale Grupy Kapitałowej. Takie wyniki mogą świadczyć o tym, że banki będące częścią grupy kapitałowej wykorzystują istniejące w ramach grupy długoterminowe programy motywacyjne. Oznacza to zatem, że część banków tworząc takie programy nie uwzględnia polskiej litery prawa.

Bardzo ważną cechą długoterminowego programu motywacyjnego jest kategoria pracowników, którzy zostaną nim objęci. Uwzględnienie w takim programie nie tylko członków zarządu, lecz także kierownictwa niższego szczebla, zachęca tych drugich do jeszcze większego zaangażowania i wzmocnienia poczucia lojalności wobec banku. Dobrym posunięciem jest włączenie do LTIP także pracowników, którzy mają istotny wpływ na ryzyko występujące w banku. Może to ograniczyć podejmowanie przez tę kategorię pracowników nadmiernego ryzyka i narażanie spółki na straty finansowe. Tabela 5.10. przedstawia typ pracowników objętych długoterminowymi programami motywacyjnymi stosowanymi w polskich bankach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Tabela 5.10. Kategoria pracowników objętych programem

	Zarząd	Osoby na stanowiskach kierowniczych	Inni pracownicy	Brak informacji
Alior Bank	TAK	TAK		
Bank BPH	TAK	TAK		
Bank Handlowy ^{1 1 2}				TAK
BOŚ				TAK
BRE Bank ^{1 1 2}	TAK	TAK		
BRE Bank ^{3 1 5}	TAK			
BRE Bank ^{4 1 6}	TAK	TAK		
BZ WBK	TAK	TAK	TAK*	
ING	TAK	TAK	TAK	
Noble Bank	TAK	TAK	TAK	
Nordea Bank				TAK
Paribas Fortis				TAK
Pekao S. A. ¹	TAK	TAK	TAK	
Pekao S. A. ²		TAK	TAK	

^{1,2,3,4,5,6} Numery 1, 2, 3, 4, 5 i 6 oznaczają konkretny długoterminowy program motywacyjny, w przypadku, gdy bank posiadał więcej niż jeden program.

* W 2013 roku do programu zostali włączeni kluczowi pracownicy banku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

W przypadku banków, które wyszczególniają kategorie pracowników objętych programem, najczęściej uczestnikami LTIP są członkowie zarządu oraz osoby na stanowiskach kierowniczych. Jedynie trzy banki uwzględniły innych pracowników spółki.

ING Bank swoim programem objął także specjalistów wysokiego szczebla, Noble Bank członków rady nadzorczej, a Pekao S. A. pracowników kluczowych do realizacji strategii Banku (w przypadku programu 1) i najzdolniejszych pracowników (w przypadku programu 2). Część banków zaś nie podając konkretnych kategorii posłużyła się terminem wybrani pracownicy (Bank Handlowy), kierownictwo (Nordea Bank), kadra zarządzająca (Paribas Fortis) bądź też kluczowi członkowie kadry menedżerskiej (BOŚ).

Model wyceny jest następnym problemem, który należy rozwiązać przy konstruowaniu LTIP. W zależności od tego, który model zostanie wybrany, wartość godziwa opcji może się znacząco różnić. Zgodnie z MSSF 2 „Wybierając model wyceny opcji, jednostka powinna rozważyć czynniki, które wzięliby pod uwagę zainteresowani i dobrze poinformowani uczestnicy rynku, wybierając model wyceny. Na przykład wiele opcji pracowniczych ma długi okres trwania (życia), ich budowa przewiduje zazwyczaj możliwość ich wykonania między dniem nabycia uprawnień, a dniem kończącym okres trwania i są one często wykonywane wcześniej – przed końcem okresu trwania. Czynniki te należy rozpatrzyć, szacując wartość godziwą opcji na dzień ich przyznania. W wielu jednostkach wskazane czynniki mogą wykluczyć wykorzystanie modelu Blacka-Scholes’a-Mertona, który nie uwzględnia możliwości wykonania opcji przed końcem okresu trwania i przez to może nie odzwierciedlić skutków oczekiwanego wcześniejszego wykonania opcji. Model ten nie uwzględnia również możliwości zmian oczekiwanej zmienności w okresie trwania opcji, jak również zmian w innych danych wejściowych do modelu w tym przedziale czasu. Jednak w przypadku opcji ze względnie krótkim okresem umownego trwania, lub które mają zostać wykonane w krótkim czasie po dniu nabycia uprawnień, wskazane czynniki mogą nie mieć znaczenia. W takich przypadkach z modelu Blacka-Scholes'a-Mertona można otrzymać wartość, która będzie zasadniczo taka sama, jak w przypadku zastosowania bardziej elastycznych modeli wyceny opcji”³⁶⁴.

W tabeli 5.11. znajdują się informacje na temat modelu wyceny, jaki został wybrany przez polskie banki publiczne.

³⁶⁴ Załącznik B. Wytyczne dotyczące stosowania standardu, Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 2. Płatności w formie akcji, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 29.11.2008, pkt B5.

Tabela 5.11. Model wyceny

	Model Black-Scholes'a	Symulacja Monte-Carlo	Inny
Alior Bank			TAK
Bank BPH	TAK		
Bank Handlowy ^{1 1 2}	-	-	-
BOŚ ⁶		TAK	
BRE Bank ^{1 1 2}	TAK		
BRE Bank ^{3 1 4}		TAK	
BRE Bank ⁵			TAK
BRE Bank ⁶	-	-	-
BZ WBK	TAK		
ING		TAK	
Noble Bank	TAK		
Nordea Bank	-	-	-
Paribas Fortis	-	-	-
Pekao S. A. ¹	TAK		
Pekao S. A. ²			TAK

^{1,2,3,4,5,6} Numery 1, 2, 3, 4, 5 i 6 oznaczają konkretny długoterminowy program motywacyjny, w przypadku, gdy bank posiadał więcej niż jeden program.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Najczęściej stosowanym modelem wyceny jest model Black-Scholes'a. Pozwala on określić zmienność ceny na podstawie danych historycznych, lub na podstawie cen opcji. Wybór tego modelu wyceny przez banki może wynikać z uwzględnienia przez nie przepisów zawartych w międzynarodowych standardach sprawozdawczości finansowej (MSSF 2), które jako przykładowy model wyceny podają właśnie model Black-Scholes'a. Symulację Monte-Carlo jako model wyceny opcji stosują trzy banki: ING, BOŚ oraz BRE Bank. W przypadku drugiego programu motywacyjnego Bank Pekao S. A. do wyceny wartości godziwej przyznanych opcji na akcje oraz akcji Banku UniCredito Italiano S.p.A. wykorzystał model Hull and White. Alior Bank szacuje wartość godziwą opcji na podstawie modelu symulacyjnego i danych wejściowych. BRE Bank natomiast w jednym ze swoich programów do wyliczenia kwoty bazowej niezbędnej do ustalenia kwoty premii za dany rok obrotowy przyjmuje wartość współczynnika zwrotu z kapitału ROE netto Grupy mBanku S.A. Cztery banki, Bank Handlowy dla obu swoich programów, BRE Bank dla jednego ze swoich programów, Nordea Bank i Paribas Fortis, w ogóle nie podały informacji na temat wykorzystywanego przez siebie modelu wyceny opcji. Takie działania banków są niezgodne z regulacjami MSSF 2, który jasno wskazuje, że „jednostka ujawnia informacje, które umożliwiają użytkownikom sprawozdań finansowych zrozumienie, jak została określona w danym okresie wartość godziwa otrzymanych dóbr i usług lub wartość godziwa przyznanych instrumentów kapitałowych”³⁶⁵.

³⁶⁵ Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 2..., op. cit., pkt 46.

Tworząc długoterminowy program motywacyjny bank musi zdecydować, w jaki sposób program będzie rozliczany. Ma do wyboru dwie możliwości: środki pieniężne i instrumenty kapitałowe. Pierwszy z nich polega na wypłaceniu różnicy między ceną wykonania opcji a ceną rynkową akcji banku. W drugiej natomiast uczestnik programu otrzymuje akcje, w wyniku czego staje się jednym z akcjonariuszy spółki. Tabela 5.12. pokazuje, który sposób rozliczenia długoterminowego programu motywacyjnego wybrały badane banki.

Tabela 5.12. Sposób rozliczenia programu

	Środki pieniężne	Instrumenty kapitałowe
Alior Bank		TAK
Bank BPH		TAK
Bank Handlowy ^{1 2}		TAK
BOS ¹		TAK
BRE Bank ^{1, 2, 4, 5 i 6}		TAK
BRE Bank ³	TAK (od 2010 roku)	TAK
BZ WBK		TAK
ING	TAK	TAK
Noble Bank	TAK (od 2012 roku)	TAK
Nordea Bank		TAK
Paribas Fortis		TAK
Pekao S. A. ^{1 2}		TAK

^{1, 2, 3, 4, 5, 6} Numery 1, 2, 3, 4, 5 i 6 oznaczają konkretny długoterminowy program motywacyjny, w przypadku, gdy bank posiadał więcej niż jeden program.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Wszystkie banki swoje długoterminowe programy motywacyjne rozliczają za pomocą instrumentów kapitałowych. Jedynie trzy banki wykorzystują również tę drugą metodę. Dwa z nich zmieniły sposób rozliczania w badanym okresie. BRE Bank w roku 2010 zmienił jeden z programów w części dotyczącej akcji Commerzbanku w ten sposób, że członkowie Zarządu będą mieli możliwość uzyskania prawa do otrzymania ekwiwalentu pieniężnego odpowiadającego wartości określonej liczby akcji Commerzbanku. Na mocy umów podpisanych przez Bank oraz Członków Zarządu uczestniczących w programie, bank postanowił zastąpić prawo otrzymania akcji Commerzbanku uprawnieniem do otrzymania ekwiwalentu pieniężnego odpowiadającego wartości akcji Commerzbanku obliczonej na podstawie średniej ceny giełdowej akcji w dniu, w którym powstało prawo do otrzymania ekwiwalentu. W wyniku połączenia Getin Noble Banku S.A. z Get Bankiem SA, z dniem połączenia wygasła Uchwała NWZA Getin Noble Banku S.A. z dnia 30 marca 2011 roku w sprawie emisji warrantów subskrypcyjnych, co spowodowało przekwalifikowanie w 2012 roku Programu klasyfikowanego jako płatność w formie akcji rozliczanego w instrumentach kapitałowych na rozliczany w środkach pieniężnych. W przypadku ING

Bank pracownicy objęci długoterminowym programem motywacyjnym mogą stać się posiadaczem akcji ING, lub uzyskać świadczenie pieniężne w całym badanym okresie.

Jednym z kluczowych czynników determinujących skuteczność LTIP są warunki nabycia uprawnień. W ten sposób bank ubezpiecza się na wypadek niepożądanych działań ze strony kadry kierowniczej, czy też pogarszającej się sytuacji finansowej spółki. W tabeli 5.13. znajdują się informacje dotyczące wymogów, jakie muszą zostać spełnione, by uczestnicy programów otrzymali akcje banku.

Tabela 5.13. Warunki nabycia lub realizacji uprawnień

	Pozostanie w stosunku pracy	Wykonanie celów indywidualnych	Wykonanie celów finansowych	Brak
Alior Bank			zmiana ceny akcji Banku na GPW w okresie referencyjnym musi przewyższać zmianę wartości indeksu WIG-Banki w tym samym okresie	
Bank BPH	TAK	TAK	TAK*	
Bank Handlowy ^{1 12}	TAK			
BOS ⁵		TAK	osiągnięcie określonych warunków rynkowych związanych z kursem akcji Banku, warunków świadczenia usług oraz spełnienia nierynkowych warunków związanych z dokonaniem (zysk na akcję)	
BRE Bank ¹	TAK			
BRE Bank ²				TAK
BRE Bank ³		TAK	ROE w roku obrotowym, za który akcje są przyznawane oraz wykonanie dla danego roku finansowego skonsolidowanego zysku brutto Grupy BRE Banku lub skonsolidowanego zysku brutto poszczególnych linii biznesowych Grupy BRE Banku	
BRE Bank ⁴	TAK	uzyskanie oceny rocznej przez uczestnika programu w każdym roku Transzy	uzyskanie określonego przez Zarząd współczynnika ekonomicznego dla Grupy BRE Banku SA	
BRE Bank ⁵		ocena pracy Członka Zarządu w dłuższym horyzoncie czasowym niż okres jednego roku obrotowego	wartość ROE netto w roku obrotowym, za który przyznawana jest premia bezgotówkowa, ocena sytuacji finansowej Banku przez Komisję ds. Wynagrodzeń	
BRE Bank ⁶			uzyskanie współczynnika ekonomicznego ustalonego w celu realizacji programu odrębnie przez właściwe organy odpowiednio Banku oraz poszczególnych podmiotów zależnych od Banku	
BZ WBK			osiągnięcie minimalnego progu skumulowanego wzrostu	

			skonsolidowanego zysku netto przypadającego na jedną akcję (EPS) w ciągu 3 lat trwania programu	
ING	TAK		liczba otrzymanych akcji zależy od wyników, jakie uzyskała ING Group NV na koniec trzyletniego okresu; Total Shareholder Return (TSR) dla każdego trzyletniego okresu w porównaniu do wskaźnika wyliczonego dla grupy podobnych do ING instytucji finansowych	
Noble Bank	TAK		sytuacja finansowa Banku w latach 2011-2013	
Nordea Bank	TAK		docelowy wzrost zysku przypadającego na akcję, skorygowanego o ryzyko (RAPPS); wzrost całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy (TSR) w porównaniu z TSR grupy rówieśniczej	
Paribas Fortis				TAK
Pekao S. A. ¹	TAK	TAK	Seria F: Wykonanie założonego ROE za rok 2004 i wykonanie założonego ROE za rok 2005; Seria G: Wykonanie założonego ROE za rok 2006 i wykonanie założonego ROE za rok 2007	
Pekao S. A. ²				TAK

^{1,2,3,4,5,6} Numery 1, 2, 3, 4, 5 i 6 oznaczają konkretny długoterminowy program motywacyjny, w przypadku, gdy bank posiadał więcej niż jeden program.

* Bank BPH informuje jedynie, iż jednym z warunków otrzymania opcji jest wykonanie celów finansowych, nie podaje jednak o jakie dokładnie cele chodzi.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Warunki nabycia lub realizacji uprawnień do opcji najczęściej związane są z wykonaniem określonych celów finansowych. Przede wszystkim wykorzystuje się trzy rodzaje mierników: oparte na wynikach rachunkowych (ROE), wynikach rynkowych (ceny akcji) lub mierniki odwołujące się koncepcji wartości dla akcjonariuszy (TSR). Banki odwołują się również do porównań sektorowych, warunkując uzyskanie uprawnień od wyników osiągniętych przez inne podmioty. W sytuacji, kiedy programy są oparte na kapitale banku dominującego, punktem odniesienia mogą być wyniki ekonomiczne grupy kapitałowej.

W przypadku Banku BZ WBK warunkiem realizacji było osiągnięcie minimalnego progu skumulowanego wzrostu skonsolidowanego zysku netto przypadającego na jedną akcję (EPS) w ciągu 3 lat trwania każdego programu. Z kolei w Nordea Bank warunkiem realizacji jest uzyskanie docelowego wzrostu zysku przypadającego na akcję, skorygowanego o ryzyko (RAPPS), a także wzrost całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy (TSR) w porównaniu z TSR grupy rówieśniczej. W dalszej kolejności warunkiem nabycia lub realizacji uprawnień do opcji jest wykonanie celów indywidualnych przez pracownika oraz konieczność pozostania w stosunku pracy z bankiem. W przypadku celów indywidualnych jedynie BRE Bank w dwóch

swoich programach wyjaśnia co kryje się pod tym pojęciem. W przypadku pierwszego LTIP chodzi o uzyskanie oceny rocznej przez uczestnika programu w każdym roku transzy. W drugim programie zaś pod pojęciem „wykonanie celów indywidualnych” kryje się ocena pracy członka zarządu w dłuższym horyzoncie czasowym niż okres jednego roku obrotowego. Trzy banki (BRE Bank i Pekao S. A. dla jednego programu oraz Paribas Fortis) nie podały takich informacji, w związku z czym można zakładać, że takich warunków nie ma.

Skuteczność długoterminowych programów motywacyjnych determinowana jest wymogiem, by korzyści, jakie otrzymują z tego tytułu osoby zarządzające spółkami stanowiły istotną część całkowitego wynagrodzenia. W Stanach Zjednoczonych i krajach europejskich dochody w tytułu uczestnictwa w programach opartych na własności często są dominującym składnikiem wynagrodzenia całkowitego. W Wielkiej Brytanii przeciętnie stanowią około 30%, w Stanach Zjednoczonych dochodzą do 50%³⁶⁶.

Jednym z celów regulacji wprowadzonych w roku 2011 było zwiększenie roli LTIP w strukturze wynagrodzenia. Zgodnie z Uchwałą KNF co najmniej 50% wynagrodzenia zmiennego powinno stanowić wynagrodzenie zmienne odroczone.

Tabela 5.14. przedstawia udział wynagrodzenia z tytułu długoterminowych programów motywacyjnych w całkowitym wynagrodzeniu prezesa i pozostałych członków zarządu.

Tabela 5.14. Udział wynagrodzenia z tytułu długoterminowych programów motywacyjnych w wynagrodzeniu ogółem dla prezesa zarządu (w %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alior Bank								0	0
Bank BPH	0	0	0	18,0	0	0	0	0	0
Bank Handlowy	27,0	7,8	15,6	6,7	2,9	5,9	15,1	15,1	44,7
BGŻ							0	0	0
BOŚ									0
BRE Bank		0	0	0	0	2,3	0	0	0
BZ WBK	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ING	0	0	0	0	0,5	0,1	0,3	2,6	0
Kredyt Bank	0	0	0	0	0	0	0	0	
Millennium	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Noble Bank			0	0	0	69,0	61,5	10,3	52,1
Paribas Fortis	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pekao S. A.	0	0	0	0	0	0	0	0	22,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

³⁶⁶ M. Conyon, N. Fernandes, M. Ferreira, P. Matos, K. Murphy, *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Fondazione Rodolfo De Benedetti, 2010, p. 83.

Interpretując otrzymane rezultaty należy wziąć pod uwagę fakt, iż brak tego rodzaju wynagrodzeń może wynikać z nieujawniania tych informacji przez banki. Zarazem jednak w bankach, dla których taka informacja jest dostępna, dochody z tytułu długoterminowych programów motywacyjnych element płacy nie stanowią znaczącego składnika wynagrodzenia całkowitego. Po raz kolejny pokazuje to podejście banków do przestrzegania istniejącego prawa i brak reakcji Komisji Nadzoru Finansowego na takie zachowania. Jedynie w przypadku Noble Bank w roku 2010 dochody z tytułu LTIP stanowiły prawie 70% całkowitego wynagrodzenia, a w 2013 ponad 50%. W Banku Handlowym prezes zarządu był wynagradzany w ten sposób przez cały badany okres, jednakże udział tego typu wynagrodzenia nie przekraczał 30%. Wyjątkiem jest rok 2013, w którym stanowił on prawie 45% wynagrodzenia ogółem. Podobna struktura wynagrodzeń wystąpiła dla członków zarządu.

5.2.3. Komitety ds. wynagrodzeń w praktyce polskich banków giełdowych

W większości badanych banków powoływany jest w ramach działalności rady nadzorczej komitet ds. wynagrodzeń. W Polsce przez wiele lat powołanie takiego komitetu nie było uregulowane prawnie. Rekomendacje zachęcające do tworzenia komitetu były zawarte w Zaleceniach Komisji Europejskiej i standardach środowiskowych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Dopiero na mocy Uchwały Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku, banki zostały zobowiązane do powoływania takiego komitetu³⁶⁷.

Regulacje środowiskowe nakreślają ogólne zasady funkcjonowania komitetu ds. wynagrodzeń w tym: skład, zadania, czy też częstotliwość spotkań.

Banki, które powołują komitety ds. wynagrodzeń tworzą własne wewnętrzne regulacje precyzujące zasady ich funkcjonowania. Najczęściej są one zamieszczane w regulaminie rady nadzorczej, regulaminie komitetu ds. wynagrodzeń, statucie bądź sprawozdaniu o ładzie korporacyjnym. Tabela 5.15. przedstawia, gdzie i jakie zapisy dotyczące komitetu ds. wynagrodzeń polskie banki publiczne zamieszczają w wewnętrznych dokumentach.

³⁶⁷ Uchwała nr 258/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku..., op. cit., § 6.3.

Tabela 5.15. Wytyczne dotyczące komitetu ds. wynagrodzeń w regulacjach wewnętrznych

	regulacja	wymienione zadania	minimalna liczba		
			członków w Komitecie	niezależnych członków	spotkań
Alior Bank	Statut / Regulamin RN*	-	-	-	-
Bank BPH	Regulamin KW	TAK	3	1	-
Bank Handlowy	Regulamin KW	TAK	3	1	2
BGŻ	Regulamin RN	TAK	2	-	-
BOŚ	Statut / Regulamin RN	TAK	3	-	-
BRE Bank	Statut / Regulamin RN	TAK	-	-	-
BZ WBK	Ład korporacyjny	TAK	-	-	3
DZ Polska	-	-	-	-	-
ING	Regulamin KW	TAK	3	1	4
Kredyt Bank	Regulamin KW	TAK	3	-	2
Millennium	Statut / Regulamin RN	TAK	-	-	-
Noble Bank	Ład korporacyjny	TAK	2	-	-
Nordea Bank	Ład korporacyjny	TAK	-	-	-
Paribas Fortis	Regulamin RN	TAK	3	1	-
Pekao S. A.	Regulamin RN	TAK	-	-	-
PKO BP	Regulamin RN / Ład korporacyjny	TAK	-	-	-

* Pojawia się jedynie informacja, iż „Rada może powoływać spośród swoich członków stałe i doraźne komitety. W przypadku podjęcia przez Radę uchwały o utworzeniu komitetu, rada określi jego zadania, skład i zasady działania”.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Większość banków (15 z 16) wytyczne, dotyczące komitetu ds. wynagrodzeń zamieszcza w swoich wewnętrznych regulacjach. Bank Handlowy, Kredyt Bank, Bank BPH i ING utworzyły odrębny regulamin, w którym znalazły się zalecenia określające minimalną liczbę członków komitetu, w tym członków niezależnych, minimalną liczbę spotkań (poza Bankiem BPH) oraz zadania, jakie komitet ma realizować. Trzy banki informacje o Komitecie ds. wynagrodzeń zamieściły w regulaminie rady nadzorczej, cztery zarówno w regulaminie rady nadzorczej jak i statucie banku, trzy w oświadczeniu o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, a jeden w regulaminie rady nadzorczej i ładzie korporacyjnym. Jedynie w regulacjach wewnętrznych banku DZ Polska nie pojawiła się wzmianka o tym Komitecie. Ciekawym przypadkiem jest bank PKO BP. Jak większość banków, w wyniku konieczności uwzględnienia przepisów dotyczących polityki zmiennych składników wynagrodzenia, uaktualnił swoje regulacje wewnętrzne (statut i regulaminy). Jednakże podczas gdy inne spółki utrzymały bądź poszerzyły zakres informacji o Komitecie ds. wynagrodzeń, bank PKO BP zmniejszył liczbę wytycznych dotyczących tego komitetu w regulaminie rady nadzorczej. Przeniósł bowiem punkt, w którym wymienia zadania komitetu ds. wynagrodzeń do ładu korporacyjnego.

Wszystkie banki (poza Alior Bank), które zamieściły informacje o Komitecie w wewnętrznych dokumentach - wyszczególniły zadania, jakie są na ten komitet nałożone. Dodatkowo osiem banków określiło minimalną liczbę osób, które mają zasiadać w Komitecie. Bank Handlowy, ING, Bank BPH i Paribas Fortis umieściły także zapis o konieczności zasiadania w Komitecie co najmniej jednego niezależnego członka. Natomiast Kredyt Bank, Bank Handlowy, BZ WBK i ING wyznaczyły minimalną liczbę spotkań, jakie komitet ds. wynagrodzeń musi odbyć w ciągu roku (odpowiednio 2 spotkania, 3 spotkania i 4 spotkania).

Zadania realizowane przez komitety ds. wynagrodzeń w większości banków są podobne. Tabela 5.16. przedstawia zakres zadań, za jakie odpowiedzialny jest komitet ds. wynagrodzeń, zgodnie z regulacjami wewnętrznymi badanych banków³⁶⁸.

Tabela 5.16. Zadania komitetu ds. wynagrodzeń

Zadania	Banki
Wydawanie opinii w sprawie zatwierdzania i zmiany kontraktów z członkami zarządu	Bank BPH, Millennium, Paribas Fortis, PKO BP
Wydawanie opinii w sprawie wynagrodzeń członków zarządu	Bank BPH, BGŻ, Bank Handlowy, BRE Bank, BZ WBK, ING, Kredyt Bank, Millennium, Nordea Bank, Paribas Fortis, Pekao S. A., PKO BP
Wydawanie opinii w sprawie wynagrodzeń kadry wyższego szczebla	Bank Handlowy, BRE Bank, ING, Kredyt Bank, Nordea Bank, Pekao S. A., PKO BP
Wydawanie opinii na temat polityki zmiennych składników wynagrodzeń, w tym wysokości i składników wynagrodzeń, osób zajmujących stanowiska kierownicze w Banku	Bank Handlowy, BOŚ, BRE Bank, ING, Nordea Bank, Noble Bank, Paribas Fortis, PKO BP
Opiniowanie i monitorowanie wynagrodzenia zmiennego osób zajmujących stanowiska kierownicze w Banku związane z zarządzaniem ryzykiem oraz zachowaniem zgodności działania Banku z przepisami prawa i regulacjami wewnętrznymi	Bank Handlowy, BOŚ, Nordea Bank, Noble Bank, PKO BP
Wydawanie opinii dotyczących zgody dla członka zarządu na zajmowanie się interesami konkurencyjnymi	BRE Bank, PKO BP

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Komitety ds. wynagrodzeń w większości banków mają zbliżony zakres obowiązków. W 12 z 15 banków do podstawowych zadań komitetu ds. wynagrodzeń należy wydawanie opinii w sprawie wynagrodzeń członków zarządu (siedem banków dołożyło tu także kadre wyższego szczebla). W związku z wejściem w życie Uchwały Komisji Nadzoru Finansowego z 4 października 2011 roku, osiem banków do zadań tego komitetu zaliczyło wydawanie opinii na temat polityki zmiennych składników wynagrodzeń, w tym wysokości i składników wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku.

³⁶⁸ Ponieważ bank DZ Polska nie uwzględnia informacji o Komitecie ds. wynagrodzeń w regulacjach wewnętrznych, został wyłączony z badania.

W siedmiu bankach zadaniem komitetu jest opiniowanie i monitorowanie wynagrodzenia zmiennego osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku związane z zarządzaniem ryzykiem oraz zachowaniem zgodności działania banku z przepisami prawa i regulacjami wewnętrznymi.

W dwóch bankach, PKO BP i BRE Bank, komitet powinien się także zajmować wydawaniem opinii dotyczących zgody dla członka zarządu na zajmowanie się interesami konkurencyjnymi w stosunku do banku. Taki zakres zadań nałożony na komitety ds. wynagrodzeń pokazuje, że banki rozszerzyły kompetencje członków tego komitetu po wejściu w życie Uchwały 258/2011 KNF, co może pomóc im w tworzeniu bardziej efektywnej polityki wynagradzania osób zarządzających.

Skuteczność działań komitetu ds. wynagrodzeń zależy w dużym stopniu od jego składu.

Tabela 5.17. przedstawia informacje o składzie komitetów ds. wynagrodzeń badanych banków w latach 2005 - 2013.

Tabela 5.17. Rok powoływania i skład komitetu ds. wynagrodzeń

	rok powołania	liczba osób zasiadających w komitecie	ilość członków niezależnych	niezależny przewodniczący
Alior Bank	2011	3	2	NIE
Bank BPH	2005*	3	0-2	NIE
Bank Handlowy	2005*	4	1-2	TAK
BGŻ	2011*	2-3	1	NIE
BOŚ	2012	3	1	NIE
BRE Bank	2012 ¹	4	2	TAK ²
BZ WBK	2005*	2-3	0-2	NIE
DZ Polska	2008*	2	0	NIE
ING	2006*	4-5	2	TAK
Kredyt Bank	2005*	3	1	TAK ³
Millennium	2005*	3-5	2	TAK ⁵
Noble Bank	2012	2	0	NIE
Nordea Bank	2012 ⁴	3	1	-
Paribas Fortis	2005*	3	1	NIE
Pekao S. A.	2005*	4	2	TAK ³
PKO BP	2011	5	4	TAK ⁶

* Gdy nie ma podanej daty utworzenia komitetu ds. wynagrodzeń, podany jest rok (biorąc pod uwagę badany okres), w którym po raz pierwszy pojawiła się informacja o Komitecie.

¹ Wcześniej zadania komitetu ds. wynagrodzeń wykonywała komisja prezydialna, która funkcjonowała w całym badanym okresie.

² W latach 2006 – 2011. W pozostałych latach przewodniczący nie był niezależny.

³ W latach 2005 – 2007. W pozostałych latach przewodniczący nie był niezależny.

⁴ Wcześniej istniał komitet ds. kontraktów. Zajmował się on jednak jedynie analizą i aktualizacją kontraktów.

⁵ Jedynie w roku 2008 przewodniczący nie był niezależny.

⁶ Od grudnia 2012 przewodniczący był zależny.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Do 2013 roku wszystkie banki utworzyły komitet ds. wynagrodzeń. Najpóźniej, bo w roku 2012, zrobili to trzy banki: BOŚ, Noble Bank i Nordea Bank. W tym samym roku również BRE Bank powołał taki komitet. Jednakże, zadania komitetu ds. wynagrodzeń w tym banku były wcześniej realizowane przez komisję prezydialną.

Standardy środowiskowe rekomendują, żeby komitet ds. wynagrodzeń składał się z co najmniej z trzech osób. W przypadku małych rad nadzorczych, w skład komitetu może wchodzić dwóch członków. Wszystkie polskie banki publiczne przestrzegają tej zasady. Preferują one małe komitety. Najczęściej komitet ds. wynagrodzeń składa się z 2 do 4 osób. Jedynie w banku PKO BP, ING (w 2010 roku) i Millennium (w roku 2013) w komitecie tym zasiadało pięciu członków.

Niezależni członkowie odgrywają coraz większą rolę w pracach rad nadzorczych i powołanych w ich ramach komitetach, w tym komitecie ds. wynagrodzeń. Dobrą praktyką jest zatem, żeby w składzie komitetu ds. wynagrodzeń zasiadali także członkowie niezależni. W badanych bankach tylko trzy spółki odeszły od tej zasady. Bank BPH (w roku 2006 oraz w latach 2008 - 2010), BZ WBK (w latach 2011 - 2013) oraz DZ Polska (w latach 2008 – 2010) w swoich komitetach ds. wynagrodzeń nie posiadały niezależnych członków. Warto również zauważyć, że jedynie w przypadku pięciu banków w latach 2005 – 2013 przewodniczący komitetu, przynajmniej w jednym roku, spełniał kryteria niezależności. Tylko w banku ING w całym badanym okresie przewodniczący komitetu był jednocześnie niezależnym członkiem rady nadzorczej. Wyniki te świadczą o tym, że polskie banki publiczne stosują zalecenia, dotyczące tego standardu nadzoru korporacyjnego, mimo iż wynikają one z regulacji środowiskowych.

Tabela 5.18. Liczba członków niezależnych w komitecie ds. wynagrodzeń

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alior Bank								2 na 3	2 na 3
Bank BPH	-	0 na 3	2 na 3	0 na 3	0 na 3	0 na 3	1 na 3	1 na 3	1 na 3
Bank Handlowy	1 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	1 na 4	1 na 4
BGŻ							1 na 3	1 na 2	-
BOŚ								1 na 3	1 na 3
BRE Bank	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4
BZ WBK	1 na 2	1 na 2	1 na 2	2 na 3	2 na 3	2 na 3	0 na 3	0 na 3	0 na 3
DZ Polska				0 na 2	0 na 2	0 na 2			
ING	-	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 5	2 na 4	2 na 4	2 na 4
Kredyt Bank	1 na 3	1 na 3	1 na 3	1 na 3	1 na 3	1 na 3	1 na 3	1 na 3	
Millennium	2 na 3	2 na 3	2 na 3	2 na 3	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 5
Noble								0 na 2	0 na 2

Bank									
Nordea Bank								1 na 3	1 na 3
Paribas Fortis	1 na 3	1 na 3	1 na 3	1 na 3	1 na 3	1 na 3	1 na 3	1 na 3	1 na 3
Pekao S. A.	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4	2 na 4
PKO BP							4 na 5	4 na 5	4 na 5

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

W badanych bankach liczba członków niezależnych w komitetach ds. wynagrodzeń jest różna. W banku BZ WBK w latach 2005 – 2007 był tylko 1, następnie 2, by od roku 2011 wynosić 0. Podobne różnice występowały w Banku BPH: w roku 2006 liczba takich osób wynosiła 0, w roku 2007 wrosła do 2, by następnego roku spaść ponownie do 0. Od 2011 roku zaś liczba członków niezależnych w tym banku ustabilizowała się na poziomie 1 członka. W pozostałych bankach przez cały badany okres utrzymuje się stała liczba niezależnych członków: DZ Polska i Noble Bank – 0 , Kredyt Bank, Nordea Bank, BOŚ, BGŻ i Paribas Fortis – 1, PKO BP – 4, Pekao S. A., Millennium, Alior Bank, ING i BRE Bank – 2. Wyniki te mogą świadczyć o tym, że polskie banki publiczne doceniają rolę niezależnego członka i starają się brać pod uwagę to kryterium przy konstruowaniu składu komitetu ds. wynagrodzeń mimo, iż w polskich regulacjach prawnych nie znajduje się wymów posiadania takich osób w komitecie.

Istotny wpływ na pracę komitetu ds. wynagrodzeń mają kwalifikacje osób w nim zasiadających. Ważne jest, żeby członkowie komitetu posiadali odpowiednią wiedzę i doświadczenie zawodowe, które pozwolą im w pełni wywiązywać się z powierzonych im obowiązków. Tabela 5.19. przedstawia wykształcenie osób zasiadających w komitecie ds. wynagrodzeń. Ponieważ niektóre z tych osób legitymuje się wykształceniem wielokierunkowym, ich suma w poszczególnych komitetach będzie czasem wyższa od liczby członków poszczególnych komitetów³⁶⁹.

³⁶⁹ W przypadku Nordea Bank, który nie podaje imiennie składu komitetu wiadomo, że jednym z jego członków jest przewodniczący rady nadzorczej. W związku z tym został on uwzględniony w badaniu.

Tabela 5.19. Wykształcenie członków komitetu ds. wynagrodzeń w spółkach z sektora bankowego

	Liczba członków komitetu w latach 2005 – 2013	Wykształcenie					
		ekonomia	prawo	handel zagraniczny	finanse i zarządzanie	rachunkowość	pozostałe
Alior Bank	3	1	1			1	1
Bank BPH	14	4	2	1	8	1	1
Bank Handlowy	10	5	1	1	5	1	2
BGŻ	5		4		1		1
BOŚ	5	2	1		2		1
BRE Bank	10	6	1		3		
BZ WBK	6	3	2	1	3		1
DZ Polska	3						1
ING	6	2	3		1		
Kredyt Bank	6	4	3		2		
Millennium	8	1	3	1	2		2
Noble Bank	2	1			1		2
Nordea Bank	3	1					
Paribas Fortis	9	3	1		3		3
Pekao S. A.	10	3	1		4		3
PKO BP	7	4	2	1	1		2
Razem	106	40	25	5	36	3	20

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

W komitecie ds. wynagrodzeń zasiadają przede wszystkim osoby z wykształceniem ekonomicznym (40), finansowym (36) i prawniczym (25). Dziewiętnaście osób legitymuje się wykształceniem, które znalazło się w kategorii „pozostałe”, to znaczy: cztery osoby z wykształceniem technicznym, jedna z biologicznym, jedna z medycznym, trzy z psychologicznym, jedna z zakresu ochrony środowiska, jedna z geologicznym, jedna z zakresu historii, czterech inżynierów, dwóch statystyków oraz dwóch informatyków. Ponadto dwie z tych osób ukończyło dodatkowy kurs z zarządzania, a sześć z nich miało także ukończony drugi kierunek (najczęściej finanse i zarządzanie). Banki DZ Polska, Nordea Bank i Paribas Fortis, nie udostępniły informacji na temat wykształcenia dwóch członków komitetu ds. wynagrodzeń. Bank Pekao S. A. podał informacje, iż jeden z członków komitetu ma niedokończone studia na wydziale nauk politycznych, a od początku swojej kariery zawodowej związany był z firmą FIAT. Przedstawione wyniki mogą świadczyć o tym, że członkowie komitetów ds. wynagrodzeń posiadają odpowiednie kwalifikacje do pełnienia swoich funkcji. Można zatem przypuszczać, iż wybór tych osób jest dokonywany w sposób bezstronny, co zwiększa efektywność działań komitetu.

Oprócz odpowiedniego wykształcenia niezbędnego do skutecznego wykonywania swoich obowiązków, członkom komitetu ds. wynagrodzeń potrzebne jest także doświadczenie zawodowe. Szczególnie pomocne jest ono w przypadku sektora bankowego, który wymaga odpowiedniej wiedzy, umiejętności działania w warunkach niepewności i ryzyka, a także bardzo dobrej znajomości samego sektora. Tabela 5.20. przedstawia doświadczenie zawodowe członków komitetu ds. wynagrodzeń. Ponieważ niektóre z tych osób legitymuje się doświadczeniem zawodowym w kilku dziedzinach, ich suma w poszczególnych komitetach będzie czasem wyższa od liczby członków poszczególnych komitetów³⁷⁰.

Tabela 5.20. Doświadczenie zawodowe członków komitetu ds. wynagrodzeń w polskich bankach publicznych

	Doświadczenie zawodowe						
	Pracownik naukowy	Radca prawny	Sektor finansowy	Właściciel/partner spółki	Członek rady nadzorczej/zarządu w innej spółce	Konsultant/doradca finansowy	Biegły rewident
Alior Bank	1		2		2	2	
Bank BPH	3	1	11	1	10	1	2
Bank Handlowy	3		8	1	5		1
BGŻ		1	4	2	5		
BOŚ	2	1	3	1	3	1	
BRE Bank	2	1	8	2	8	1	
BZ WBK	1		3	1	4		
DZ Polska			1		1		
ING	2	1	4	2	3		
Kredyt Bank		1	6		5		
Millennium	2	2	5	3	7	2	
Noble Bank			2		2	1	
Nordea Bank	1				1		
Paribas Fortis		1	7		6	1	
Pekao S. A.	1		7		10		2
PKO BP	2		2	1	7	3	
Razem	20	9	73	14	79	12	5

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Najwięcej osób zasiadających w komitecie ds. wynagrodzeń (79) jest lub było członkiem rady nadzorczej, lub zarządu w innych spółkach. Dodatkowo, aż 72 osoby posiadają doświadczenie zawodowe związane z sektorem finansowym. 20% członków komitetów była lub jest związana zawodowo ze środowiskiem akademickim. Zaprezentowane

³⁷⁰ W przypadku Nordea Bank, który nie podaje imiennie składu komitetu wiadomo, że jednym z jego członków jest przewodniczący rady nadzorczej. W związku z tym został on uwzględniony w badaniu.

wyniki mogą świadczyć o tym, że polskie banki publiczne zatrudniając osoby do rad nadzorczych, a co za tym idzie komitetów ds. wynagrodzeń, wybierają te z bogatym doświadczeniem zawodowym, które pomoże im należycie wykonywać obowiązki.

Komisja Europejska zaleca, by co najmniej jeden członek komitetu ds. wynagrodzeń posiadał doświadczenie w dziedzinie polityki wynagradzania. Nie można jednak jednoznacznie stwierdzić, które zawody spełniają to wymaganie. W związku z czym nie da się określić, czy i ile takich osób zasiada w komitecie ds. wynagrodzeń w badanych bankach.

5.2.4. Poziom i struktura wynagrodzeń

Konstruując wynagrodzenie kadry zarządzającej komitet ds. wynagrodzeń powinien zadbać, żeby płaca była na takim poziomie, aby przyciągać najlepszych menedżerów dostępnych na rynku. Chcąc być konkurencyjnym w tym obszarze spółka musi wziąć pod uwagę wielkość wynagrodzenia osób zarządzających w sektorze, w którym prowadzi działalność. Struktura płacy powinna zachęcać do dbania o długookresowy interes przedsiębiorstwa. Ważne jest więc, by wynagrodzenie nie składało się jedynie z wynagrodzenia zasadniczego i komponentów krótkookresowych, takich jak roczna premia. Należy tu także uwzględnić wynagrodzenie zmienne odroczone, jak na przykład wynagrodzenie z tytułu długoterminowego programu motywacyjnego.

Kluczową postacią w zarządzie jest prezes. Z jednej strony ponosi on największe ryzyko i odpowiedzialność. Z drugiej zaś strony, ze względu na obciążenie ciążące na tym stanowisku, powinien on otrzymywać najwyższe wynagrodzenie w całym zarządzie. Tabela 5.21. przedstawia relację poziomu wynagrodzenia prezesów polskich banków publicznych do przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce. Ponieważ ujawniona przez spółki struktura wynagrodzenia prezesa nie wyodrębnia wynagrodzenia z tytułu rozwiązania umowy o pracę, nie można było pominąć tego elementu w badaniu. W związku z tym płace zawierają odprawy (jeżeli zostały wypłacone) w latach, w których dochodziło do zmian na tym stanowisku. W latach, w których miała miejsce rotacja na stanowisku prezesa poziom wynagrodzenia został obliczony poprzez iloraz sumy całkowitego wynagrodzenia prezesów i przeciętnej liczby osób zatrudnionych na tym stanowisku w danym roku³⁷¹.

³⁷¹ Przeciętna liczba prezesów w danym roku = Suma liczby miesięcy przepracowanych przez osoby na stanowisku prezesa w danym roku / 12.

Tabela 5.21. Relacja poziomu wynagrodzenia prezesów polskich banków publicznych do przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alior Bank								53,18	51,42
Bank BPH	108,56	102,92	161,46	156,33	96,54	129,31*	93,01	54,95	51,23
Bank Handlowy	115,58	105,30	119,78	101,45	100,76	101,91	94,14	90,76	111,71
BGŻ							48,04	48,90	75,27*
BOŚ	30,77*	49,96	30,08	36,68*	23,96	30,52	33,31	36,54	27,91
BRE Bank	44,45	121,76	161,82	238,51*	119,15	204,03*	63,90	101,69	83,47
BZ WBK	55,13	64,82	170,06*	93,20	41,41	78,39	74,54	83,02	87,99
DZ Polska	143,14*	41,04	38,59	38,75	43,96	41,45			
ING	84,80	82,96	91,66	86,65	61,09	58,99	56,65	63,15	73,99
Kredyt Bank	66,06*	39,13	39,36	157,50*	54,76	49,38	41,50	70,69	
Millennium	39,44	42,09	39,36	61,65	102,19	43,95	58,80	64,21	65,22*
Noble Bank			12,90	90,11*	109,92	137,18	115,51	67,31	61,48
Nordea Bank	37,38	43,60	43,37	39,79	38,45	40,44	104,48*	37,82	41,34
Paribas Fortis	51,89*	26,54	34,62*	46,62	63,33	39,64*	69,41	45,91	39,34
Pekao S. A.	96,88	94,13	97,45	126,36	235,79	70,81*	216,34*	107,99	194,52
PKO BP	9,07	8,57*	8,65*	12,00*	9,50*	27,67	47,33	58,34	48,38

* Występowały zmiany na stanowisku prezesa zarządu.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Prezesi polskich banków publicznych są bardzo dobrze wynagradzani na tle przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce (przeciętna roczna płaca w Polsce kształtowała się od 28,6 tys. zł w 2005 roku do 43,8 tys. zł w 2013 roku). W większości przypadków prezesi banków zarabiali ponad 50-krotnie więcej niż przeciętny pracownik w Polsce. Zarazem symptomatyczne jest to, że w okresie objętym badaniem nie można zaobserwować jednoznacznie zarysowanej tendencji polegającej na rosnącym rozwarstwieniu płacowym. W większości banków w ostatnich dwóch latach analizy wynagrodzenie prezesa zarządu w relacji do przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce było niższe niż w poprzednich latach.

W przypadku banku Pekao S. A., prezes w 2013 roku zarabiał prawie 200 razy więcej niż wynosiło przeciętne wynagrodzenie w gospodarce (wynik w roku 2009 jest zniekształcony, ponieważ prezes, który odszedł na początku roku 2010, otrzymał odprawę właśnie w tym roku). Ciekawym przypadkiem są dwa banki: BOŚ oraz Nordea Bank, w których w całym badanym okresie relacja wynagrodzenia prezesów do przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce była najniższa, w porównaniu do pozostałych banków i nie przekraczała 50-krotności. Niemniej jednak nadal są to znaczące różnice. Wyjątkiem jest także prezes banku PKO BP, którego wynagrodzenie nie przekraczało 12-krotności przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce do 2009 roku. Tak relatywnie nieduża różnica

między tymi płacami była wynikiem konieczności stosowania tzw. Ustawy Kominowej³⁷², która nakazywała by miesięczne wynagrodzenie zasadnicze stanowiło równowartość sześciokrotnego przeciętnego wynagrodzenia w sektorze. Większa różnica od ustawowej mogła być wynikiem wynagradzania prezesa nie tylko za pomocą płacy podstawowej. W związku z obniżeniem udziału Skarbu Państwa w akcjonariacie Banku do poziomu poniżej 50% w 2010 roku bank PKO BP nie był zmuszony stosować przepisów zawartych w Ustawie Kominowej. Od dnia 1 lutego 2010 roku rada nadzorcza banku wprowadziła nowe zasady wynagradzania członków Zarządu Banku.

Tabela 5.22. przedstawia, jak kształtowała się relacja wynagrodzenia pozostałych członków zarządu do przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce w okresie 2005 – 2013. Ze względu na różne wielkości zarządu w poszczególnych bankach, a nawet latach oraz rotacje w ich składach, w analizie zostało zastosowane przeciętne wynagrodzenie członka zarządu, obliczone za pomocą wzoru:

$$\text{przeciętne wynagrodzenie członka zarządu} = \frac{\Sigma \text{wynagrodzeń członków zarządu}}{\text{przeciętna liczba członków zarządu}}$$

Ponieważ ujawnione przez spółki z sektora bankowego struktury wynagrodzeń w większości przypadków nie wyszczególniają pozycji wynagrodzenie z tytułu rozwiązania umowy o pracę, w badaniu nie można było pominąć tego elementu płacy. W związku z tym wynagrodzenie zawiera odprawy (jeśli zostały wypłacone) w latach, w których doszło do rotacji na stanowiskach członka bądź wiceprezesa zarządu.

Tabela 5.22. Relacja przeciętnego wynagrodzenia pozostałych członków zarządu do przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alior Bank								33,15	45,66
Bank BPH	80,76	125,18	107,99	61,91	42,16	70,22	62,53	24,64	22,64
Bank Handlowy	67,13	80,58	61,48	68,17	48,93	44,74	53,09	79,74	58,62
BGŻ							34,05	33,74	28,16
BOŚ	30,77	47,33	30,08	46,65	21,13	22,75	26,31	25,16	22,12
BRE Bank	48,13	75,03	90,92	122,90	62,37	46,51	66,95	80,64	57,44
BZ WBK	50,63	42,35	51,69	47,86	28,62	48,19	47,39	52,40	43,68
DZ Polska	28,97	32,99	24,37	28,90	34,55	29,24			
ING	63,04	70,86	64,50	49,23	35,28	45,57	46,03	44,42	46,21
Kredyt Bank	58,55	107,51	62,21	40,35	36,37	40,21	42,16	44,12	
Millennium	88,93	97,84	94,68	83,22	77,58	35,55	41,54	47,03	35,97
Noble			12,22	89,22	69,96	42,99	48,56	31,00	27,63

³⁷² Ustawa z dnia 3 marca 2000 roku o wynagradzaniu osób kierujących niektórymi podmiotami prawnymi (Dz. U. Nr 26, poz. 306 z późn. zm.).

Bank									
Nordea Bank	20,39	21,42	20,48	21,21	19,93	20,67	20,61	22,87	27,24
Paribas Fortis	34,89	38,24	37,78	49,49	25,42	35,21	33,26	24,37	21,84
Pekao S. A.	57,90	57,63	87,93	91,18	46,78	42,61	43,27	37,40	49,95
PKO BP	8,47	9,43	8,37	10,03	7,37	27,06	36,79	39,71	36,00

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Biorąc po uwagę relację przeciętnego wynagrodzenia członka zarządu w sektorze bankowym do przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce, należy zwrócić uwagę, iż również w tym przypadku poziom płacy menedżera jest wysoki w porównaniu do wynagrodzenia przeciętnego obywatela, jednak niższy niż w przypadku prezesa. W przypadku pozostałych członków zarządu banku PKO BP w latach 2005 – 2009 sytuacja jest taka sama, jak dla prezesa. W wyniku stosowania Ustawy Kominowej relacja przeciętnego wynagrodzenia menedżera w stosunku do przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce jest zdecydowanie niższa w porównaniu do tej relacji dla osób zarządzających w pozostałych bankach. Tutaj również po 2010 roku różnice między bankiem PKO BP, a resztą banków znacząco się zmniejszyła.

Aby mieć pełny obraz tego, jak kształtowało się wynagrodzenie kadry kierowniczej najwyższego szczebla w badanym okresie, należy zbadać tempo wzrostu płacy. Tabela 5.23 przedstawia dynamikę wynagrodzenia odpowiednio dla prezesa i pozostałych członków zarządu.

Tabela 5.23. Dynamika całkowitego wynagrodzenia prezesa/członków zarządu

	2006/2005	2007/2006	2008/2007	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012
Alior Bank								1,00/1,43
Bank BPH	0,99/1,61	1,70/0,94	1,06/0,63	0,65/0,72	1,39/1,73	0,76/0,94	0,61/0,41	0,97/0,95
Bank Handlowy	0,95/1,25	1,24/0,83	0,93/1,21	1,05/0,76	1,05/0,95	0,97/1,25	1,00/1,56	1,28/0,76
BGŻ							1,05/1,03	1,60/0,87
BOŚ	1,69/1,60	0,65/0,69	1,33/1,70	0,69/0,48	1,32/1,12	1,15/1,22	1,14/0,99	0,79/0,91
BRE Bank	2,85/1,62	1,44/1,32	1,61/1,48	0,53/0,54	1,78/0,78	0,33/1,52	1,65/1,25	0,85/0,74
BZ WBK	1,22/0,87	2,85/1,33	0,60/1,01	0,47/0,63	1,97/1,75	1,00/1,04	1,15/1,15	1,10/0,86
DZ Polska	0,30/1,19	1,02/0,80	1,10/1,30	1,20/1,26	0,98/0,88			
ING	1,02/1,17	1,20/0,99	1,03/0,84	0,74/0,76	1,00/1,34	1,01/1,07	1,15/1,00	1,21/1,08
Kredyt Bank	0,62/1,91	1,09/0,63	4,38/0,71	0,37/0,95	0,94/1,15	0,89/1,11	1,76/1,08	
Millennium	1,11/1,15	1,02/1,05	1,71/0,96	1,75/0,98	0,45/0,48	1,41/1,23	1,13/1,17	1,05/0,79
Noble Bank			7,64/7,99	1,29/0,83	1,30/0,64	0,89/1,19	0,60/0,66	0,95/0,92
Nordea Bank	1,21/1,09	1,08/1,04	1,00/1,13	1,02/0,99	1,09/1,08	2,72/1,05	0,38/1,15	1,13/1,23
Paribas Fortis	0,53/1,14	1,42/1,07	1,47/1,43	1,43/0,54	0,65/1,44	1,85/1,00	0,69/0,76	0,89/0,93

Pekao S. A.	1,01/1,04	1,13/1,66	1,42/1,13	1,97/0,54	0,31/0,95	3,22/1,07	0,52/0,90	1,87/1,38
PKO BP	0,98/1,16	1,10/0,96	1,52/1,31	0,83/0,78	3,03/3,82	1,80/1,43	1,28/1,12	0,86/0,94

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Analizując dynamikę wynagrodzeń zarówno prezesów, jak i pozostałych członków zarządu spółek z sektora bankowego, nie można dopatrzeć się jakiś prawidłowości. W każdym banku występują lata, w których wynagrodzenia rosły, ale także obniżały się. Jednakże można zauważyć, że we wszystkich bankach (poza DZ Polska) przeciętne wynagrodzenie menedżera w 2009 roku spadło w porównaniu do 2008 roku. Taka sytuacja może być spowodowana kryzysem finansowym, którego skutki dla sektora bankowego były najsilniej odczuwalne właśnie w tym roku. W pięciu bankach można zauważyć niespotykane wysoki wzrost wynagrodzeń prezesów. W Kredyt Banku i Noble Banku występuje znaczący wzrost wynagrodzenia prezesa w 2008 roku w porównaniu do roku 2007 (odpowiednio 337,8% i 664,3%). Taka sama sytuacja, tylko dla roku 2011 w porównaniu do roku 2010, pojawia się w banku Pekao S. A. (222,1%) i Nordea Bank (172,4%). Takie anomalie są wynikiem rotacji na stanowisku prezesa zarządu w badanych latach. W wyniku otrzymanej odprawy przez odchodzącego prezesa poziom płacy na tym stanowisku w danym roku został zawyżony. Jeżeli zaś chodzi o piąty bank – PKO BP – to znaczący wzrost wynagrodzenia, zarówno prezesa, jak i pozostałych członków zarządu, w 2010 roku (odpowiednio o 202,8% i 281,6%) jest wynikiem odejścia od poziomów płac wynikających z Ustawy Kominowej. Ciekawym przypadkiem jest Noble Bank, w którym przeciętne wynagrodzenia członka zarządu wzrosło o prawie 700% w 2008 roku, w porównaniu do roku 2007. Tak gwałtowny wzrost nie da się wytłumaczyć rotacją w składzie zarządu, gdyż w roku 2008 doszło jedynie do zmiany na stanowisku prezesa, który nie jest tu uwzględniany.

Ocena wynagrodzenia kadry zarządzającej musi obejmować nie tylko poziom płacy, ale także jej strukturę. Dalsza część badania zostanie poświęcona poszczególnym elementom wynagrodzenia.

Jednym z podstawowych elementów wynagrodzenia menedżerów jest wynagrodzenie zasadnicze. Regulacje prawne i środowiskowe zalecają, by ten składnik płacy był na takim poziomie, aby spółka mogła wstrzymać się z wypłatą części zmiennej wynagrodzenia. Jednakże jego poziom nie powinien być zbyt wysoki, gdyż mogłoby to zachęcać osoby zarządzające do podejmowania nadmiernego ryzyka. Gdyby znaczna część wynagrodzenia nie była zależna od wyników, kadra zarządzająca nie musiałaby brać pod uwagę kryterium ryzyka przy wyborze projektów inwestycyjnych, gdyż bez względu na wyniki uzyskane przez bank, ich wynagrodzenie nie zmieniałoby się w znaczącym stopniu. Tabela 5.24. przedstawia

udział wynagrodzenia podstawowego w całkowitym wynagrodzeniu odpowiednio prezesa i pozostałych członków zarządu.

Tabela 5.24. Udział wynagrodzenia podstawowego w wynagrodzeniu ogółem dla prezesa zarządu/członków zarządu (w %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alior Bank								96,1/96,0	96,0/97,3
Bank BPH	b.d./b.d.	b.d./b.d.	32,6/39,7	34,7/43,6	58,4/68,5	31,4/35,1	43,8/34,8	100/98,2	100/97,3
Bank Handlowy	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.
BGŻ							61,2/56,2	58,1/58,5	36,4/72,2
BOŚ	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	88,0/87,0
BRE Bank	b.d./b.d.	33,2/32,4	23,0/24,4	24,7/29,0	40,6/54,2	25,4/72,2	79,4/47,7	48,6/42,6	57,4/49,2
BZ WBK	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	36,9/45,6	79,0/72,3	48,1/47,7	51,4/49,4	44,6/57,3	44,5/57,0
DZ Polska	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.			
ING	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	54,1/54,9
Kredyt Bank	41,8/49,7	88,6/30,8	81,6/43,3	22,8/65,5	59,6/68,3	63,8/74,2	79,4/65,6	45,0/57,6	
Millennium	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.
Noble Bank			b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.
Nordea Bank	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.
Paribas Fortis	56,8/59,0	82,6/56,0	30,9/68,2	0/55,7	42,31/73,1	49,02/58,3	46,3/63,8	52,0/74,6	61,2/82,6
Pekao S. A.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	76,8/85,0	44,2/62,0
PKO BP	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

W polskich bankach publicznych wynagrodzenie podstawowe stanowi istotny element wynagrodzenia zarówno prezesa, jak i członków zarządu. Tylko w nielicznych przypadkach stanowiło ono mniej niż 40%, przy czym częściej zdarzało się w przypadku prezesa niż pozostałych członków zarządu. Ciekawym przypadkiem jest bank Paribas Fortis, który w 2008 roku w ogóle nie stosował tego elementu przy wynagradzaniu prezesa. Taka polityka banku w stosunku do prezesa mogła być spowodowana chęcią zmotywowania go do działań mających na celu wzrost wartości spółki, przy jednoczesnym ograniczeniu chęci podejmowania nadmiernego ryzyka. Zaskakujący udział wynagrodzenia podstawowego w całkowitej płacy w obu przypadkach (prezesa i pozostałych członków zarządu) po roku

2012 wystąpił w dwóch bankach. W banku BPH w latach 2012 – 2013 stanowił on 100% płacy dla prezesa i 98,2% w 2012 roku oraz 97,3% roku dla członków zarządu. W Alior Banku natomiast w 2012 roku stanowił on 96,1% dla prezesa i 96,0% dla członka zarządu oraz w 2013 roku odpowiednio 96,0% i 97,3%. Wyniki te pokazują, że oba banki interpretując przepis Uchwały 258/2011 Komisji Nadzoru Finansowego, mówiący, że: „całkowite wynagrodzenie jest podzielone na składniki stałe i zmienne; stałe składniki winny stanowić na tyle dużą część łącznego wynagrodzenia, aby możliwe było prowadzenie elastycznej polityki zmiennych składników wynagrodzenia, w tym obniżać lub nie przyznać w ogóle zmiennych składników wynagrodzenia”³⁷³, mogły skoncentrować się na drugiej części tego przepisu. Nawet jednak ta możliwa nadinterpretacja przepisu nie tłumaczy aż tak wysokiego udziału płacy zasadniczej w wynagrodzeniu ogółem.

Część banków (Bank Handlowy, DZ Polska, Millennium, Noble bank, Nordea Bank i PKO BP) prezentując podział wynagrodzenia całkowitego zarządu na poszczególne składniki, nie umieściły informacji o wielkości wynagrodzenia podstawowego w swoich sprawozdaniach finansowych. Taka sytuację można interpretować na dwa sposoby. Po pierwsze, banki te w ogóle nie wynagradzały swoich prezesów i pozostałych członków zarządu za pomocą wynagrodzenia podstawowego. Po drugie, banki nie ujawniały takiej informacji. Bez względu jednak na prawdziwy powód braku takich danych w sprawozdaniach finansowych, jest to niezgodne z obowiązującymi regulacjami prawnymi, które jasno mówią, że wynagrodzenie osób zarządzających powinno składać się zarówno z wynagrodzenia stałego, jak i zmiennego. Budzi zatem zdziwienie fakt, iż Komisja Nadzoru Finansowego w żaden sposób nie interweniuje na tak rażące zaniedbania ze strony banków, szczególnie biorąc pod uwagę, iż to właśnie nieefektywna polityka wynagradzania menedżerów była uznana za jedno ze źródeł kryzysu finansowego.

Zgodnie z Uchwałą KNF z dnia 4 października 2011 roku wynagrodzenie zmienne powinno stanowić od 40% do 60% całkowitego wynagrodzenia menedżera. Premia roczna należy do kategorii wynagrodzenia zmiennego krótkoterminowego. Jej wysokość zależy od wyników, jakie spółka osiągnęła w danym roku obrotowym. Udział premii rocznej w całkowitym wynagrodzeniu nie powinien być dominujący, by menedżerowie nie skupiali się na projektach zapewniających wysokie zyski w krótkim okresie, co przełożyłoby się na wysokie premie, które jednak mogą przynieść ogromne straty w dłuższej perspektywie czasu.

³⁷³ Uchwała nr 258/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 r..., op. cit., § 29 pkt 4.

Tabela 5.25. pokazuje, jaki jest udział tego elementu wynagrodzenia w całkowitej płacy prezesa i pozostałych członków zarządu.

Tabela 5.25. Udział premii rocznej w wynagrodzeniu ogółem dla prezesa zarządu/członków zarządu (w %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alior Bank								0/0	0/0
Bank BPH	b.d./b.d.	b.d./b.d.	32,6/28,0	38,0/38,5	40,9/25,7	24,4/22,1	34,1/15,7	0/0	0/0
Bank Handlowy	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.
BGŻ							34,9/8,9	38,3/19,7	4,1/8,6
BOŚ	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	12,0/10,6
BRE Bank	b.d./b.d.	64,8/56,4	75,2/71,6	51,0/59,4	54,1/34,3	3,42/10,8	13,5/40,4	47,8/34,5	38,3/29,9
BZ WBK	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	43,7/41,4	0/0	49,5/39,6	46,2/40,9	53,3/37,0	53,1/35,7
DZ Polska	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.			
ING	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.
Kredyt Bank	46,2/35,9	0/16,3	7,8/9,3	0/10,2	22,2/12,3	0/0	18,7/6,6	53,1/34,6	
Millennium	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.
Noble Bank			b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.
Nordea Bank	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.
Paribas Fortis	0/0	0/0	0/0	0/0	0/0	0/0	0/0	0/0	0/0
Pekao S. A.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	0/0	12,2/8,0
PKO BP	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.	b.d./b.d.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

Jak widać, udział premii w całkowitym wynagrodzeniu zarówno prezesa, jak i pozostałych członków zarządu, jest zróżnicowany. Waha się on od 0% do prawie 65%, w zależności od banku i roku, w którym premia została wypłacona. Część banków (Bank Handlowy, DZ Polska, ING, Millennium, Noble bank, Nordea Bank i PKO BP) przedstawiając strukturę wynagrodzenia poszczególnych członków zarządu, w ogóle nie zaprezentowała tego elementu płacy. Takie wyniki świadczą o nieprzestrzeganiu przez banki przepisów zawartych w Uchwale 258/2011 KNF, w szczególności biorąc pod uwagę jak duży udział w całkowitym wynagrodzeniu osób zarządzających w polskich bankach stanowi płaca zasadnicza. Ponownie należy się zastanowić, dlaczego Komisja Nadzoru Finansowego, posiadając do tego odpowiednie narzędzia, nie reaguje na tego typu zachowania banków.

Jednym z elementów wynagrodzenia zmiennego odroczonego jest premia za lata ubiegłe, wypłacona w danym roku. Pozwala ona na uwzględnienie dłuższego okresu czasu. Dzięki temu, jeśli spółka osiąga zadowalające wyniki w przeciągu kilku lat, osoby zarządzające otrzymują zaległą premie. Premia odroczone powinna wypierać premię roczną i zwiększać swój udział w całkowitym wynagrodzeniu kadry kierowniczej. Analiza struktury wynagrodzenia prezesów w polskich bankach publicznych wykazała, że płace odroczone są niechętnie wykorzystywane przez polskie banki publiczne. Jedynie bank Pekao S. A. w całym badanym okresie (poza rokiem 2009) w ten sposób wynagradzał swojego prezesa. Do 2008 roku premia odroczone stanowiła ponad 35% całkowitego wynagrodzenia prezesa. W 2009 roku w ogóle nie była wykorzystana. Jednak od 2011 ponownie jej udział w całkowitym wynagrodzeniu prezesa wzrastał. Bank BPH natomiast w 2007 roku zastosował ten element wynagrodzenia, który stanowił ponad 32% płacy prezesa. Pozostałe banki wynagradzając swoich prezesów, w ogóle nie stosują premii odroczonej. W przypadku wynagrodzeń pozostałych członków zarządu premia odroczone także nie odgrywa znaczącej roli. Tak samo jak w przypadku prezesa, jedynie bank Pekao S.A. przez cały badany okres stosował ten element płacy. Jego udział wahał się od 11,7% w 2013 roku do 34,1% w 2006 roku. Bank BPH wykorzystał premię odroczone do wynagrodzenia pozostałych członków zarządu w 2007 roku (18,7%), a BRE Bank w 2012 roku (11,9%).

Istotnym aspektem polityki wynagradzania jest relacja wynagrodzenia prezesa zarządu do wynagrodzenia pozostałych członków zarządu. W dyskusjach teoretycznych podkreśla się, że tego rodzaju relacje płacowe są wskaźnikiem pokazującym formalną, ale również nieformalną pozycję zajmowaną przez prezesa w strukturze hierarchicznej banku. Ma to znaczenie zwłaszcza w przypadku banków kontrolowanych przez większościowych akcjonariuszy. Istotne dysproporcje płacowe wśród naczelnej kadry kierowniczej mogą wskazywać na rangę kontroli sprawowanej przez szefa banku, jego pozycję w stosunku do rady nadzorczej i największego właściciela.

Tabela 5.26. przedstawia informacje na temat relacji całkowitego wynagrodzenia prezesa do przeciętnego wynagrodzenia członka zarządu w badanych bankach.

Tabela 5.26. Relacja całkowitego wynagrodzenia prezesa zarządu do przeciętnego wynagrodzenia członka zarządu (bez uwzględnienia prezesa)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alior Bank								1,60	1,13
Bank BPH	1,34	0,82	1,50	2,53	2,29	1,84*	1,49	2,23	2,26
Bank Handlowy	1,72	1,31	1,95	1,49	2,06	2,28	1,77	1,14	1,91
BGŻ							1,41	1,45	2,67*
BOŚ	1,00*	1,06	1,00	0,79*	1,13	1,34	1,27	1,45	1,26
BRE Bank	0,92	1,62	1,78	1,94*	1,91	4,39*	0,95	1,26	1,45
BZ WBK	1,09	1,53	3,29*	1,95	1,45	1,63	1,57	1,58	2,01
DZ Polska	4,94*	1,24	1,58	1,34	1,27	1,42			
ING	1,35	1,17	1,42	1,76	1,73	1,29	1,23	1,42	1,60
Kredyt Bank	1,13*	0,36	0,63	3,90*	1,51	1,23	0,98	1,60	
Millennium	0,44	0,43	0,42	0,74	1,32	1,24	1,42	1,37	1,81*
Noble Bank			1,06	1,01*	1,57	3,19	2,38	2,17	2,23
Nordea Bank	1,83	2,04	2,12	1,88	1,93	1,96	5,07*	1,65	1,52
Paribas Fortis	1,49*	0,69	0,92*	0,94	2,49	1,13*	2,09	1,88	1,80
Pekao S. A.	1,67	1,63	1,11	1,39	5,04	1,66*	5,00*	2,89	3,89
PKO BP	1,07	0,91*	1,03*	1,20*	1,29*	1,02	1,29	1,47	1,34

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych banków

W latach, w których były rotacje na stanowisku prezesa zarządu (w tabeli miejsca te oznaczone są gwiazdką), prezesi otrzymywali odprawy, co zniekształciło otrzymane w tych latach wyniki. Dlatego też nie zostały one objęte interpretacją. Dotyczy to również banku Pekao S. A. w roku 2009. Mimo, iż w tym roku nie było tam zmian na stanowisku prezesa, to właśnie w roku 2009 prezes, który odszedł na początku 2010 roku, otrzymał odprawę.

Interpretując uzyskane wyniki można zauważyć, iż w większości banków prezes zarabia około dwa razy więcej od pozostałych członków zarządu. Potwierdza to przypuszczenia, że ze względu na większą odpowiedzialność jaka spada na prezesa zarządu, powinien on być lepiej wynagradzany od pozostałych członków zarządu. Ciekawe są natomiast przypadki, w których prezesi zarabiali mniej od pozostałych członków zarządu. Taka sytuacja miała miejsce między innymi w banku Millennium w latach 2005 – 2008, a także w Banku BPH (rok 2006), BRE Banku (lata 2005 – 2006 oraz rok 2011), Kredyt Banku (lata 2006 – 2007 oraz rok 2011) i banku Paribas Fortis (rok 2006 i 2008). Takie wyniki mogą świadczyć o słabej pozycji prezesa w stosunku do pozostałych osób zarządzających. Innym wytłumaczeniem może być różnica w strukturze wynagrodzeń prezesa i reszty zarządu. Przykładowo w banku Paribas Fortis w 2008 roku udział wynagrodzenia podstawowego w przypadku prezesa wynosił 0%, podczas gdy dla pozostałych członków zarządu kształtował się na poziomie 55,7%. Przy gorszych, niż zakładano, wynikach finansowych banku w tym

roku i zmniejszeniu wypłaty zmiennych składników wynagrodzenia, prezes zarządu mógł otrzymać niższą płacę w porównaniu do reszty zarządu. W roku 2006 zaś wynagrodzenie podstawowe w przypadku prezesa stanowiło 82,6%, a dla pozostałych osób zarządzających 56,0%. Tu z kolei bardzo dobre wyniki banku w tym roku mogły spowodować wzrost wynagrodzenia zmiennego, co skutkowało wyższym poziomem płacy dla pozostałych członków zarządu. Podobną interpretację można zastosować dla Kredyt Banku i BRE Banku (tylko dla roku 2011). W przypadku pozostałych banków nie można tej sytuacji wytłumaczyć za pomocą struktury wynagrodzenia, gdyż banki: Millennium, BPH oraz BRE Bank (rok 2005) nie ujawniły szczegółowo struktury wynagrodzenia, bądź też, tak jak w przypadku BRE Banku (rok 2006), struktura płacy prezesa i pozostałych osób zarządzających była podobna.

5.3. Determinanty wynagrodzeń – analiza ekonometryczna

5.3.1. Opis próby

Badanie czynników determinujących poziom wynagrodzeń osób zarządzających w bankach publicznych w Polsce zostało przeprowadzone na próbie panelowej obejmującej 808 obserwacji. Zebrane dane dotyczą wynagrodzeń członków zarządu 16 banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2005 – 2013.

Heterogeniczność zmiennych stanowi nieodłączną własność modelowanych danych przekrojowych oraz panelowych. Wynika ona z ich zróżnicowania pod względem nieobserwowalnych (niemierzalnych, jakościowych) czynników lub zmiennych ilościowych nieuwzględnionych w modelu badanego zjawiska. Należy zatem podkreślić, że estymacja parametrów modelu, bez uwzględnienia heterogeniczności zmiennych, wpływa na powiększenie wartości reszt modelu, co prowadzi do zmniejszenia dopasowania modelu do danych empirycznych, a przez to obniża jakość wniosków opracowanych na podstawie oszacowań modelu. Dane empiryczne stanowią panel niezbilansowany ze względu na braki obserwacji dla niektórych banków.

Dane dla banków: PKO BP, Alior Bank, Noble Bank, Kredyt Bank i DZ Polska zostały zebrane jedynie dla części lat z okresu objętego badaniem. Wynikało to z faktu, iż w przypadku banków Noble Bank i Alior Bank zostały one spółkami publicznymi odpowiednio w 2007 roku i 2012 roku. DZ Polska przestał być bankiem notowanym na GPW w drugiej połowie września 2010 roku. Kredyt Bank w styczniu 2013 roku połączył się z bankiem BZ WBK, w związku z czym przestał być samodzielnym podmiotem. Bank PKO BP

był spółką publiczną w całym badanym okresie. Jednakże w latach 2005 – 2009 Skarb Państwa posiadał ponad 50% akcji banku. Z tego powodu członkowie Zarządu byli wynagradzani zgodnie z tak zwaną „Ustawą Kominową”³⁷⁴. W pierwszej połowie 2010 roku udział we własności Skarbu Państwa w banku PKO BP spadł do poziomu poniżej 50%, co pozwoliło na swobodę w kształtowaniu wynagrodzeń menedżerów. Z tego powodu w badaniu bank PKO BP został uwzględniony od roku 2010.

Jeżeli chodzi o wynagrodzenie osób zarządzających, to w bazie danych znalazły się obserwacje skrajne. W przypadku menedżerów, którzy nie przepracowali całego roku, ich wynagrodzenia były relatywnie niskie. Z powodu obawy o możliwość zniekształcenia uzyskanych wyników, obserwacje te zostały usunięte z końcowej bazy danych. Dotyczy to osób, które pełniły funkcję członków zarządów badanych banków krócej niż 2,5 miesiąca.

W badaniu nie zostały także uwzględnione trzy banki: Bank Austria, UniCredit i Getin Holding, które w badanym okresie były notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Odrzucenie dwóch pierwszych banków wynikało z faktu, iż są to spółki zagraniczne, których siedziba znajduje się w innym kraju. Jeżeli chodzi o Getin Holding, to mimo, iż Warszawska Giełda Papierów Wartościowych traktuje go jako bank, to nie może być on zaliczony do kategorii banków, gdyż nie spełnia wszystkich wymogów zawartych w ustawie Prawo bankowe³⁷⁵.

5.3.2. Specyfikacja modelu

Identyfikacja czynników determinujących poziom wynagrodzeń osób zarządzających w bankach publicznych w Polsce została przeprowadzona na podstawie modelu ekonometrycznego. Model użyty w rozprawie jest zmodyfikowaną wersją modelu opracowanego w ramach projektu badawczego finansowanego przez Narodowe Centrum Nauki na mocy decyzji DEC-2011/03/B/HS4/04814³⁷⁶.

Zmienną objaśnianą w modelu było całkowite roczne wynagrodzenie pieniężne członków zarządu. Jest to kategorie wynagrodzenia, która musi być ujawniana przez banki, osobno dla każdej z osób zarządzających zgodnie z regulacjami opisanymi w trzecim rozdziale pracy.

Zmienne objaśniające poziom wynagrodzenia zostały dobrane na podstawie przeprowadzonego przeglądu literatury. Obejmują one trzy grupy:

³⁷⁴ Ustawa z dnia 3 marca 2000 roku o wynagradzaniu ..., op. cit.

³⁷⁵ Ustawa z 28 kwietnia 2011 roku o zmianie ustawy – Prawo bankowe..., op. cit.

³⁷⁶ Projekt badawczy był realizowany przez zespół w składzie: dr A. Słomka-Gołębiowska – kierownik, dr hab. P. Urbanek – wykonawca, A. Wieczorek – wykonawca.

1. zmienne charakteryzujące standardy nadzoru korporacyjnego,
2. indywidualne cechy osób zarządzających,
3. wyniki i uwarunkowania ekonomiczne.

Zmienne nadzoru korporacyjnego

W literaturze przedmiotu wiele miejsca poświęca się ocenie wpływu standardów nadzoru korporacyjnego na wynagrodzenie kadry kierowniczej najwyższego szczebla³⁷⁷. W rozdziale czwartym zamieszczony został przegląd wyników badań empirycznych poświęconych czynnikom i standardom nadzoru determinującym poziom wynagrodzenia menedżerów.

Wśród tych standardów wymienia się **wielkość rady spółki**. W licznych badaniach podkreśla się, że większa liczba osób zasiadających w radzie powoduje, że organ ten może mieć problemy z prowadzeniem pogłębionej, efektywnej dyskusji. Może to skutkować bierną postawą całej rady. W takiej sytuacji naczelnemu kierownictwu łatwiej jest kontrolować zachowania członków rady. Efektem jest możliwość przeforsowania przez menedżerów wyższego poziomu wynagrodzeń. Przyjęte zostało założenie, że liczba osób w radzie nadzorczej jest dodatnio skorelowana z płacą zarządu.

Kolejnym standardem nadzoru korporacyjnego jest obecność w radzie nadzorczej i jej komitetach **członków niezależnych**. Brak powiązań ze spółką, kierownictwem, akcjonariuszami sprawia, iż takie osoby są skłonne dokonywać obiektywnych ocen efektów pracy kadry zarządzającej i skutecznie przeciwstawiać się oportunistycznym zachowaniom menedżerów prowadzącym m.in. do ustalania zawyżonych wynagrodzeń. Należy zatem oczekiwać, że wyższy udział członków niezależnych w radzie nadzorczej i Komitecie ds. wynagrodzeń powinien być ujemnie skorelowany z poziomem płacy osób zarządzających.

Tworzenie w ramach rady **komitetów ds. wynagrodzeń** prowadzi do wzrostu skuteczności rady nadzorczej. Efektywność działalności komitetu można mierzyć m.in. na podstawie częstotliwości posiedzeń. Im częściej do nich dochodzi, tym większy jest zakres problemów będących przedmiotem obrad, tym bardziej skuteczny jest monitoring wynagrodzeń prowadzony przez członków komitetu. W związku z czym zostało przyjęte, że częstotliwość spotkań komitetu ds. wynagrodzeń jest ujemnie skorelowana z poziomem wynagrodzenia menedżerów.

³⁷⁷ Szerzej na ten temat w rozdziale 4.

Istnieją badania empiryczne, w których zwraca się uwagę na **parytet płci** w radzie spółki. Wyniki tych prac nie wskazują jednoznacznie, jaki wpływ na wynagrodzenie kadry kierowniczej najwyższego szczebla ma udział kobiet w radzie. Dlatego też trudno o sformułowanie hipotezy dotyczącej kierunku oddziaływania tej zmiennej na analizowane kategorie.

Koncentracja własności jest kolejną cechą nadzoru, która może w istotny sposób wpływać na wysokość wynagrodzeń kadry kierowniczej. Posiadanie kontrolnego pakietu akcji sprawia, że taki akcjonariusz przybiera aktywną postawę w spółce. Może to robić przez swoich przedstawicieli w radzie spółki, bądź też jest w stanie przegłosowywać wybrane przez siebie decyzje na walnym zgromadzeniu. Taka postawa akcjonariusza ogranicza swobodę działań i oportunizm menedżerów, także w zakresie ich wpływu na poziom wynagrodzenia. W związku z tym udział we własności inwestora strategicznego będzie ujemnie skorelowany z poziomem płacy zarządu.

Wpływ struktur własnościowo-kontrolnych w spółkach na wynagrodzenia kadry kierowniczej wynika nie tylko z poziomu koncentracji własności, ale również rodzaju akcjonariuszy. Szczególną rolę przypisuje się aktywności **inwestorów instytucjonalnych** w sprawowaniu nadzoru nad spółką. Ich obecność w akcjonariacie świadczy o wysokiej jakości standardów nadzoru i powinna ograniczyć poziom wynagrodzenia menedżerów. Biorąc pod uwagę rolę, jaką na polskim rynku kapitałowym pełnią różne grupy inwestorów instytucjonalnych i dostępność danych o akcjonariatach spółek publicznych dla potrzeb prowadzonych analiz zostały wzięte pod uwagę Otwarte Fundusze Emerytalne.

Indywidualne cechy osób zarządzających

Kolejną grupą czynników, które mogą determinować kształtowanie się wynagrodzenia menedżerów, są indywidualne cechy osób zarządzających. Jedną z najważniejszych cech odróżniających od siebie menedżerów jest **stanowisko**, jakie zajmują. Wiele badań potwierdziło hipotezę, że prezes banku zarabia znacząco więcej od pozostałych członków zarządu. Podobny typ relacji płacowych w zarządach polskich banków publicznych wykazały badania, których wyniki przedstawiono w punkcie 5.2.4. rozprawy. W związku z tym zostało przyjęte, iż stanowisko prezesa będzie związane z wyższymi wynagrodzeniami, niż ma to miejsce w przypadku innych pozostałych członków zarządu.

Istotnym czynnikiem, jaki może mieć wpływ na wynagrodzenie jest **staż pracy** menedżera. Większa liczba przepracowanych lat świadczy o wyższych kwalifikacjach

i większym doświadczeniu zawodowym, co powinno skutkować wyższą płacą. Dlatego też przyjęto założenie, że staż pracy jest dodatnio skorelowany z poziomem wynagrodzenia.

Sposób rekrutacji również może oddziaływać na płacę. W przypadku rekrutacji wewnętrznej pracownik zmienia jedynie stanowisko, na jakim pracuje. Najczęściej jest to związane z podwyżką, wynikającą z awansu. W momencie, gdy do zarządu wybiera się osobę z zewnątrz, trzeba jej zaproponować atrakcyjny i konkurencyjny poziom wynagrodzenia, który zachęci ją do przyjęcia tej posady. Najczęściej płaca ta jest wyższa niż dla osób, które już pracują w spółce. Przyjęto, że osoby, które podjęły pracę w banku w wyniku rekrutacji zewnętrznej, otrzymują wyższe wynagrodzenie.

Oprócz czynników związanych ze stanowiskiem, również same cechy osoby zarządzającej mogą mieć wpływ na płacę. Obywatele polscy, którzy najczęściej podejmują pracę w miejscu zamieszkania, ewentualnie znajdują ją w obrębie ojczystego kraju, nie muszą porzucać swojego życia osobistego i rodziny. Obcokrajowcy natomiast wyjeżdżają do innego kraju, gdzie muszą znaleźć mieszkanie, szkoły dla dzieci, czy też nauczyć się nowego języka. W wyniku tych dodatkowych wydatków osoby z zagranicy powinny otrzymywać wyższe wynagrodzenie. W związku z tym, zakłada się, że zmienna **obywatelstwo** jest kolejną determinantą wynagrodzeń. Wynagrodzenia obcokrajowców są wyższe niż wynagrodzenia obywateli polskich.

Płeć, choć nie powinna, również ma wpływ na wynagrodzenie. W Polsce na wielu stanowiskach pracy można zaobserwować dyskryminację kobiet pod względem poziomu zarobków³⁷⁸. Często mężczyźni na tych samych stanowiskach zarabiają więcej od kobiet. Dlatego też w modelu przyjęte zostało takie założenie.

Wyniki i uwarunkowania ekonomiczne

W przytoczonych w rozdziale czwartym badaniach empirycznych, wśród głównych czynników wpływających na płacę wymienia się **wielkość banku** i **wyniki ekonomiczne**. W wielu badaniach wykazano, iż zarówno wyższa stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE), jak i wzrost wielkości banku, mierzony za pomocą wielkości aktywów, wpływają na wzrost poziomu wynagrodzenia menedżerów. Dlatego też została założona dodatnia korelacja między wielkością banku i ROE, a poziomem płacy osób zarządzających. W modelu zostanie

³⁷⁸ Zgodnie z raportem GUS „Przeciętne wynagrodzenie kobiet jest niższe niż wynagrodzenie mężczyzn – w październiku 2012 roku różnica ta wyniosła ponad 700 zł. Mężczyźni osiągnęli wynagrodzenie o 9% (czyli o 355,81 zł) wyższe od średniego w skali kraju, natomiast kobiety – o 9% (355,22 zł) niższe. W konsekwencji oznacza to, że przeciętne wynagrodzenie kobiet było o około 17% niższe niż przeciętne wynagrodzenie mężczyzn (w 2010 roku – 15%, a w 2008 roku – 23% niższe)”; „Kobiety i mężczyźni na rynku pracy”, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2014, s. 13 - 14.

uwzględniona również wartość ROE opóźniona o jeden okres. Tak jak w przypadku ROE, zostanie założone, iż jego wzrost będzie dodatnio wpływał na płacę kadry zarządzającej.

W ramach uwarunkowań ekonomicznych w modelu zostaną wprowadzone jeszcze dwie zmienne, kwantyfikujące wartość **wskaźnika zadłużenia** i **wielkość odpisów od kredytów i pożyczek**. Te dwa czynniki powinny ograniczać poziom płacy. Wyższy wskaźnik zadłużenia oznacza, że przedsiębiorstwo w większym stopniu jest finansowe z kapitału obcego, co powinno spowodować wypłacanie niższych wynagrodzeń kadrze zarządzającej. Wielkość odpisów od kredytów i pożyczek może być potraktowane jako miernik ryzyka. Pokazuje on bowiem jakie jest ryzyko utraty wartości udzielonych przez bank kredytów i pożyczek. Wyższy poziom ryzyka występujący w banku powinien ujemnie wpływać na poziom płacy zarządu.

Dobór zmiennych objaśniających wchodzących do modelu wymaga weryfikacji formalno-statystycznej. Przed oceną korelacji warto sprawdzić, czy wartości zmiennych są „wystarczająco zmienne”. Do tego celu zostanie wykorzystany współczynnik zmienności, jakim jest relacja odchylenie standardowe/średnia arytmetyczna. Jeśli współczynnik zmienności osiągnie wartość wyższą od 10%, wtedy zmienna jest dobra, w przeciwnym wypadku zmienna jest uważana za quasi-stałą i jest eliminowana. Poniższa tabela zawiera wykaz zmiennych użytych w modelu.

Tabela 5.27. Wykaz zmiennych użytych w badaniu

Nazwa zmiennej	Symbol	Sposób pomiaru
całkowite roczne wynagrodzenie pieniężne	<i>RCWP</i>	w tysiącach złotych
liczba osób w radzie nadzorczej	<i>LORN</i>	w osobach
udział członków niezależnych w radzie nadzorczej	<i>UNwRN</i>	w procentach
udział członków niezależnych w Komitecie ds. wynagrodzeń	<i>UNwKW</i>	w procentach
liczba posiedzeń komitetu ds. wynagrodzeń	<i>LPKW</i>	liczba posiedzeń
udział kobiet w radzie nadzorczej	<i>UKwRN</i>	w procentach
wielkość pakietu akcji inwestora strategicznego	<i>SI</i>	w procentach
wielkość pakietu akcji w rękach OFE	<i>KOFE</i>	w procentach
prezes	<i>CEO</i>	1 – prezes 0 – członkowie zarządu
staż pracy	<i>S</i>	w ilości lat
rekrutacja	<i>R</i>	1 – rekrutacja zewnętrzna 0 – rekrutacja
obywatelstwo	<i>O</i>	1 – obywatelstwo polskie 0 – obcokrajowiec
płeć	<i>P</i>	1 – mężczyzna 0 – kobieta

wielkość banku - aktywa	A	w złotych
stopa zwrotu z kapitału własnego	ROE	w procentach
stopa zwrotu z kapitału własnego w poprzednim okresie	ROE_{t-1}	w procentach
wskaźnik zadłużenia	WZ	w procentach
odpisy netto od kredytów i pożyczek	$ONoKP$	relacja wartości odpisów do wartości udzielonych kredytów

Źródło: Opracowanie własne

Tabela 5.28. zawiera podstawowe statystyki opisowe zmiennych objaśnianych i objaśniających modelu.

Tabela 5.28. Statystyki opisowe

Panel A: Wynagrodzenie osób zarządzających

	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
Całkowite roczne wynagrodzenie pieniężne	1 755 606	1 515 870	1 075 077	0,61

Panel B: Zmienne nadzoru korporacyjnego

	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
Liczba osób w radzie nadzorczej	9,15	9,00	2,34	0,26
Udział członków niezależnych w radzie nadzorczej	48,78	50,00	16,52	0,34
Udział członków niezależnych w komitecie ds. wynagrodzeń	34,14	40,00	24,58	0,72
Liczba posiedzeń komitetu ds. wynagrodzeń	2,10	2,00	2,10	1,00
Udział kobiet w radzie nadzorczej	9,57	8,33	10,90	1,14
Inwestor strategiczny	72,37	75,00	20,34	0,28
Wielkość pakietu akcji w rękach OFE	7,96	7,13	7,03	0,88

Panel C: Indywidualne cechy kierownictwa

	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
Prezes	0,16	0,00	0,37	2,31
Staż pracy (liczba lat jako członek zarządu w sektorze bankowym)	7,10	5,63	5,68	0,80
Rekrutacja	0,37	0,00	0,48	1,30
Obywatelstwo	0,69	1,00	0,46	0,67
Płeć	0,90	1,00	0,30	0,33

Panel D: Wyniki i uwarunkowania ekonomiczne banków

	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
Wielkość banku - aktywa	51 908 821 149	41 332 079 000	42 414 818 564	0,82

ROE _t	11,78	12,42	6,95	0,59
ROE _{t-1}	11,75	12,87	7,71	0,66
Wskaźnik zadłużenia	89,75	90,59	3,19	0,04
Odpisy netto od kredytów i pożyczek	0,01	0,01	0,01	1,00

Źródło: Opracowanie własne

Na podstawie analizy charakterystyk pod kątem ich zmienności, należy zauważyć, że do zmiennych niespełniających kryterium należy dźwignia finansowa. Na uwagę zasługuje fakt, że wymieniona zmienna charakteryzuje banki, a nie stanowiska w bankach, które są poddane badaniu. Przyjęcie dla np. kilkunastu stanowisk tej samej wartości zmiennej, wynikającej z przynależności do banku, czyni zmienną quasi stałą. Pomimo niskiej zmienności cech według stanowisk, ze względu na przesłanki wynikające z rozważań teoretycznych, zmienna została uwzględniona w dalszych analizach.

Na podstawie analizy charakterystyk można powiedzieć, że członkowie zarządu w polskich bankach publicznych zarabiają przeciętnie 1 755 606 złotych, jeśli chodzi o całkowite wynagrodzenie pieniężne i występują istotne różnice w wysokości wynagrodzeń dla poszczególnych banków i stanowisk.

Ze statystyki opisowej wynika, że w badanej próbie rada nadzorcza składa się przeciętnie z 9 członków, z czego 48,78% to członkowie niezależni, a 9,57% to kobiety. W komitecie ds. wynagrodzeń udział członków niezależnych kształtował się na poziomie 34,14%. Średnia częstotliwość posiedzeń w ciągu roku wynosiła dwa. Biorąc pod uwagę strukturę akcjonariatu w badanej próbie, inwestor strategiczny posiadał przeciętnie 72,37% udziału w kapitale własnym, zaś inwestor instytucjonalny (OFE) 7,96%.

Na podstawie analizy charakterystyk można również powiedzieć, że w analizowanej próbie prezesi stanowili 16% członków zarządu, 31% osób zarządzających było obcokrajowcami, 37% było zatrudnionych za pomocą rekrutacji zewnętrznej, a 10% członków zarządu stanowiły kobiety. Przeciętny staż pracy kadry kierowniczej najwyższego szczebla w Polsce wynosi 7,10 lat.

Ze statystyki opisowej wynika także, że większość banków to duże przedsiębiorstwa. Średnia wartość aktywów wynosiła 51 908 821 tysięcy złotych. Dla połowy banków była nie większa niż 41 332 079 tysięcy złotych. Dla uzyskania lepszego dopasowania oszacowań modelu został zastosowany logarytm wielkości aktywów banków ($\ln(A_{it})$). Zmienna opisująca poziom ryzyka banku (*ONoKP*) pokazuje, że większość banków w próbie badawczej nie podejmowała nadmiernego ryzyka (mierzone za pomocą odpisów netto od kredytów

i pożyczek) i nie są one bardzo zróżnicowane pod względem relacji kwoty zobowiązań do aktywów ogółem.

Jednym z kryteriów wyboru zmiennych do modelu spośród zmiennych potencjalnych, jest eliminacja wielkości zależnych, dublujących informacje. Tabela 5.29. przedstawia korelację zestawu zmiennych modeli.

Tabela 5.29. Tablica korelacyjna zestawu zmiennych objaśniających.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
LORN	1																
UNwRN	-0,01	1															
UNwKW	0,16	0,43	1														
LPKW	0,07	0,28	0,44	1													
UKwRN	0,05	-0,05	-0,04	0,00	1												
SI	0,03	-0,37	-0,41	-0,23	-0,01	1											
KOFE	0,06	0,25	0,44	0,52	-0,10	-0,48	1										
CEO	-0,03	-0,02	-0,05	-0,04	0,02	0,03	-0,05	1									
S	0,16	0,00	0,11	0,03	-0,03	-0,12	0,15	0,33	1								
R	0,08	0,19	-0,07	-0,07	-0,02	-0,09	-0,03	0,23	0,27	1							
O	-0,06	0,04	-0,07	-0,03	-0,04	-0,03	0,03	0,11	0,18	0,41	1						
P	-0,10	0,02	-0,08	-0,02	-0,05	-0,03	-0,06	0,06	0,04	0,05	-0,09	1					
A_PL	-0,01	0,39	0,37	0,41	-0,07	-0,45	0,54	-0,03	0,06	-0,02	0,00	0,00	1				
ROE	0,00	-0,01	0,18	-0,01	-0,23	-0,20	0,09	-0,02	0,05	-0,09	0,03	0,02	0,25	1			
ROE _{t-1}	-0,03	0,02	0,17	0,07	-0,23	-0,20	0,24	-0,02	0,09	-0,08	0,05	0,02	0,27	0,53	1		
WZ	-0,15	0,03	-0,04	-0,01	-0,09	0,05	-0,03	0,01	-0,03	0,20	0,05	0,08	-0,24	-0,22	-0,14	1	
ONoKP	-0,12	0,02	0,01	0,05	0,00	-0,03	0,09	-0,02	0,05	-0,05	0,07	0,03	0,16	-0,36	-0,09	0,04	1

LORN – liczba osób w radzie nadzorczej, UNwRN – udział członków niezależnych w radzie nadzorczej, UNwKW – udział członków niezależnych w Komitecie ds. wynagrodzeń, LPKW – liczba posiedzeń komitetu ds. wynagrodzeń, UKwRN – udział kobiet w radzie nadzorczej, SI – inwestor strategiczny, KOFE – wielkość pakietu akcji w rękach OFE, CEO – prezes, S – staż pracy, R – rekrutacja, O – obywatelstwo, P – płeć, A_PL – wielkość aktywów, WZ – wskaźnik zadłużenia, ONoKP – odpisy netto od kredytów i pożyczek.

Źródło: opracowanie własne

Jak widać, w większości przypadków występuje bardzo niska (od 0 do 0,1), bądź niska (od 0,1 do 0,4) korelacja między zmiennymi objaśniającymi. W kilku przypadkach występuje przeciętna korelacja (od 0,4 do 0,7), na przykład między udziałem członków niezależnych w Komitecie ds. wynagrodzeń (UNwKW) a udziałem członków niezależnych w radzie nadzorczej (UNwRN), liczbą posiedzeń komitetu ds. wynagrodzeń (LPKW), a udziałem członków niezależnych w Komitecie ds. wynagrodzeń (UNwKW), wielkością pakietu akcji w rękach OFE (KOFE), a liczbą posiedzeń komitetu ds. wynagrodzeń (LPKW). Występują także zmienne, między którymi nie ma w ogóle korelacji. Takie wyniki pozwalają na

stworzenie modelu objaśniającego poziom całkowitego wynagrodzenia menedżerów oraz wynagrodzenia podstawowego i premii.

Określenie postaci matematycznej modelu polegało na specyfikacji funkcji matematycznej, wiążącej zmienną objaśnianą ze zdefiniowanymi zmiennymi objaśniającymi. W konstrukcji modelu zastosowano potęgowo-wykładniczą postać funkcyjną, ponieważ zapewnia ona lepsze dopasowanie do danych i większą stabilność paramentów niż funkcja liniowa i wykładnicza. Ze względu na obecność zmiennych binarnych niewskazane było użycie postaci potęgowej.

$$RCWP_{ijt} = A_{ijt}^{\alpha_{13}} \cdot e^{\alpha_{0t} + \alpha_1 \cdot LORN_{ijt} + \alpha_2 \cdot UNwRN_{ijt} + \alpha_3 \cdot UNwKW_{ijt} + \alpha_4 \cdot LPKW_{ijt} + \alpha_5 \cdot UKwRN_{ijt} + \alpha_6 \cdot SI_{ijt} + \alpha_7 \cdot KOFE_{ijt}} \cdot e^{\alpha_8 \cdot CEO_{ijt} + \alpha_9 \cdot S_{ijt} + \alpha_{10} \cdot R_{ijt} + \alpha_{11} \cdot O_{ijt} + \alpha_{12} \cdot P_{ijt} + \alpha_{14} \cdot ROE_{ijt} + \alpha_{15} \cdot ROE_{ijt-1} + \alpha_{16} \cdot WZ_{ijt} + \alpha_{17} \cdot ONoKP_{ijt}} \cdot e^{\xi_{ijt}}$$

Po zlogarytmowaniu stronami pierwszy wariant modelu przyjął postać:

$$\ln(RCWP_{ijt}) = \alpha_{0t} + \alpha_1 \cdot LORN_{ijt} + \alpha_2 \cdot UNwRN_{ijt} + \alpha_3 \cdot UNwKW_{ijt} + \alpha_4 \cdot LPKW_{ijt} + \alpha_5 \cdot UKwRN_{ijt} + \alpha_6 \cdot SI_{ijt} + \alpha_7 \cdot KOFE_{ijt} + \alpha_8 \cdot CEO_{ijt} + \alpha_9 \cdot S_{ijt} + \alpha_{10} \cdot R_{ijt} + \alpha_{11} \cdot O_{ijt} + \alpha_{12} \cdot P_{ijt} + \alpha_{13} \cdot \ln(A_{ijt}) + \alpha_{14} \cdot ROE_{ijt} + \alpha_{15} \cdot ROE_{ijt-1} + \alpha_{16} \cdot WZ_{ijt} + \alpha_{17} \cdot ONoKP_{ijt} + \xi_{ijt}$$

gdzie:

i – i -ty członek zarządu banku,

j – j -ty bank,

t – numer roku (2005 - 2013),

nazwy zmiennych zgodne z oznaczeniami z tabeli 5.30

$\alpha_1, \dots, \alpha_{17}$ – rzeczywiste nieznane parametry strukturalne modelu,

α_{0t} – wyraz wolny modelu zróżnicowany według roku badania, efekty indywidualne czasu,

ξ_{it} – składnik losowy modelu.

5.3.3. Interpretacja wyników

Wyniki oszacowań parametrów strukturalnych modelu zawiera tabela 5.30. Do weryfikacji istotności hipotez przyjęto poziom istotności 10%, ze względu na zastosowanie do estymacji danych indywidualnych oraz niezbilansowanie panelu. Większość zmiennych w

końcowej specyfikacji jest statystycznie istotna, co potwierdza przeprowadzony test t-Studenta (wartości w nawiasach).

Tabela przedstawia wyniki oszacowań modelu ekonometrycznego dla niezbilansowanych danych panelowych, składających się z kilkunastu obserwacji po czasie oraz kilkudziesięciu obserwacji przekrojowych (stanowiska). Dwuwymiarowość danych (po czasie i przekroju) decyduje również o dwóch wymiarach zróżnicowań wartości zmiennych objaśniających poziom wynagrodzeń. Dysproporcje te wynikają zarówno ze zmian wynagrodzeń w zarządach w czasie, jak i nierówności płacowych pomiędzy członkami zarządów. Ze względu na relatywnie dłuższy zakres obserwacji w przekroju, niż w czasie, zdecydowano o estymacji modelu panelowego z efektami stałymi, na podstawie którego oszacowano efekty czasowe³⁷⁹ wpływające na zróżnicowanie poziomu wynagrodzeń w zarządach banków. Efekty czasowe stanowią nieobserwowane, nieuwzględnione w modelu czynniki, charakterystyczne dla poszczególnych okresów, które w sposób istotny mogą wpływać na ich zróżnicowanie.

Parametry modelu zostały oszacowane na podstawie metody najmniejszych kwadratów, z zastosowaniem estymatora wewnątrzgrupowego, za pomocą którego zostało uwzględnione zróżnicowanie obserwacji w każdym okresie.

Według oszacowań, ostateczna postać modelu wyjaśniła w 37,1% zmienność rzeczywistego całkowitego wynagrodzenia pieniężnego. Wyniki testu Breuscha-Pagana potwierdziły, że zastosowanie modelu z efektami czasowymi pozwala na lepsze dopasowanie wartości teoretycznych do danych empirycznych, niż inne specyfikacje modelu, zaś test Hausman potwierdził poprawność wyboru modelu z efektami stałymi.

W nawiasach zostały podane wartości statystyk t-Studenta dla oszacowań parametrów. Symbole “.”, “*”, “**”, “****” oznaczają empiryczny poziom istotności parametrów odpowiednio: 0,1, 0,05, 0,01 oraz 0,001 i mniej.

Tabela 5.30. Wyniki analizy regresji wynagrodzenia członków zarządu

Nazwa zmiennej	Przewidywany znak	Oszacowanie parametru
Zmienne nadzoru korporacyjnego		
Liczba osób w radzie nadzorczej	+	0,034*** (4,24)
Udział członków niezależnych w radzie nadzorczej	-	-0,007*** (-5,57)

³⁷⁹ Y. Croissant, G. Millo, Panel data econometrics in R: The plm package, <http://cran.r-project.org/web/packages/plm/plm.pdf>, 2012, stan na dzień 08.03.2015, s. 14.

Udział członków niezależnych w Komitecie ds. wynagrodzeń	-	0,002* (2,43)
Liczba posiedzeń komitetu ds. wynagrodzeń	-	0,020* (2,03)
Udział kobiet w radzie nadzorczej	?	0,006*** (3,60)
Inwestor strategiczny	-	-0,003** (-2,88)
Wielkość pakietu akcji w rękach OFE	-	-0,001 (-0,28)
Indywidualne cechy kierownictwa		
Prezes	+	0,392*** (8,32)
Staż pracy (liczba lat jako członek zarządu w danym sektorze)	+	0,017*** (5,43)
Rekrutacja	+	-0,028 (-0,68)
Obywatelstwo	+	-0,200*** (-5,10)
Płeć	+	0,123* (2,23)
Wyniki i uwarunkowania ekonomiczne		
Wielkość banku – log aktywów	+	0,162*** (5,56)
ROE _t	+	0,007* (2,07)
ROE _{t-1}	+	0,009** (2,73)
Wskaźnik zadłużenia	-	0,014* (2,48)
Odpisy netto od kredytów i pożyczek	-	2,432 (0,96)

Adj. R ² (%)		37,08
F-statistic		28.5698
Test Breusch-Pagan (p-value)		< 2.22e-16
Test Hausman (p-value)		2.2e-16
N		808

Oszacowanie parametru istotnie statystycznie na poziomie: . 0,1 * 0,05 ** 0,01 *** 0,001 i mniej.

Źródło: opracowanie własne

Uzyskane wyniki estymacji pozwalają wnioskować, że przeciętnie przy innych warunkach niezmiennych (biorąc pod uwagę jedynie zmienne istotne statystycznie):

- wzrost liczby osób w radzie nadzorczej banku o jedną osobę powoduje wzrost wynagrodzenia o 1,034%³⁸⁰;
- wzrost udziału członków niezależnych w radzie nadzorczej o 1 punkt procentowy powoduje spadek wynagrodzenia członków zarządu o 1,007%;

³⁸⁰ Wzrost zmiennej objaśniającej o swoją 1 jednostkę powoduje zmianę zmiennej objaśnianej o e^a procent. Gdy parametr a jest niewielki (w praktyce a<0,1) to e^a jest równe w przybliżeniu 1+a.

- wzrost udziału członków niezależnych w Komitecie ds. wynagrodzeń o 1 punkt procentowy powoduje wzrost poziomu wynagrodzenia o 1,002%;
- wzrost liczby posiedzeń Komisji ds. wynagrodzeń o jedno posiedzenie powoduje wzrost wynagrodzeń o 1,02%;
- wzrost udziału kobiet w Radzie Nadzorczej o 1 punkt procentowy znajduje odzwierciedlenie w wyższym wynagrodzeniu zarządu o 1,006%;
- wzrost udziału we własności inwestora strategicznego o 1 punkt procentowy powoduje spadek wynagrodzeń o 1,003%;
- prezes zarządu zarabia o 48% więcej niż pozostali członkowie zarządu³⁸¹;
- wzrost stażu pracy o 1 rok powoduje wzrost wynagrodzenia o 1,017%;
- obywatele polscy w zarządzie banku zarabiają o 22% mniej niż obcokrajowcy;
- mężczyźni zarabiają o 13% więcej niż kobiety;
- wzrost wartości aktywów banku o 1% przekłada się na wzrost wynagrodzenia o 0,16%;
- wzrost wartości stopy zwrotu z kapitału własnego banku (ROE) o 1 punkt procentowy powoduje wzrost wynagrodzenia o 1,007%;
- wzrost wartości stopy zwrotu z kapitału własnego banku (ROE) o 1 punkt procentowy w okresie wcześniejszym powoduje wzrost wynagrodzenia o 1,009%;
- wzrost wskaźnika zadłużenia o 1 punkt procentowy powoduje wzrost poziomu wynagrodzenia o 1,014%.

5.4. Podsumowanie

Ocena wybranych standardów polityki wynagradzania kadry kierowniczej w bankach publicznych w Polsce wskazała na występowanie szeregu interesujących zjawisk. Banki zobowiązane są do przestrzegania przepisów prawa w zakresie polityki wynagradzania menedżerów. Dobrą praktyką jest także stosowanie regulacji środowiskowych obejmujących także ten obszar nadzoru korporacyjnego. Jednakże sama deklaracja nie oznacza, że bank w rzeczywistości podporządkowuje się tym wymogom. Istotny jest przede wszystkim zakres i jakość informacji o polityce wynagradzania, udostępnianych przez banki. Nie można bowiem mówić o stosowaniu tych samych standardów *corporate governance* w przypadku banków, które w inny sposób odnoszą się do przepisów w zakresie transparentności,

³⁸¹ Wzrost zmiennej objaśniającej o swoją 1 jednostkę powoduje zmianę zmiennej objaśnianej o e^a procent, czyli $e^{0,392} = 1,48$, w ujęciu procentowym 48%.

długoterminowych programów motywacyjnych, komitetu ds. wynagrodzeń, czy też samej struktury wynagrodzenia zarządu.

Punktem wyjścia do oceny polityki wynagradzania kadry zarządzającej jest analiza transparentności. Jeśli bowiem banki nie publikują informacji z zakresu wynagrodzeń, dalsza analiza jest niemożliwa. Do pomiaru przejrzystości w zakresie polityki wynagradzania członków zarządu w polskich bankach publicznych wykorzystany został zbiorczy indeks transparentności składający się z trzech indeksów częściowych: indeksu zasad wynagradzania, indeksu długoterminowych programów motywacyjnych i indeksu komitetu ds. wynagrodzeń. Analiza wykazała, że polskie banki publiczne charakteryzują się niską transparentnością w zakresie polityki wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Najgorsze wyniki badane spółki uzyskały w obszarze ujawnień dotyczących zasad wynagradzania mimo, iż od wielu lat regulacje środowiskowe (w tym Zalecenia Komisji Europejskiej) rekomendują wysoką transparentność w tym obszarze nadzoru korporacyjnego. Przeprowadzona analiza wykazała także, iż część banków, mimo przepisów zawartych w Uchwale Komisji Nadzoru Finansowego z 4 października 2011 roku, nie zdecydowała się na wprowadzenie długoterminowego programu motywacyjnego. Z trzech badanych obszarów najbardziej transparentny jest ten dotyczący funkcjonowania komitetów ds. wynagrodzeń. Jest to o tyle zaskakujące, że w Polsce nie ma regulacji prawnych zobowiązujących banki do ujawniania szczegółowych informacji na ten temat.

W wysoko rozwiniętych krajach jednym z kluczowym instrumentów polityki wynagradzania osób zarządzających są długoterminowe programy motywacyjne oparte na własności. W polskim sektorze bankowym nie są one stosowane w tak szerokim zakresie. Część banków w latach 2005 – 2013 w ogóle nie posiadała LTIP mimo, iż Uchwała Komisji Nadzoru Finansowego z 2011 roku nałożyła na banki obowiązek wynagradzania członków zarządu także za pomocą akcji lub odpowiadającym im tytułom własności. Banki, które zdecydowały się na utworzenie długoterminowych programów motywacyjnych prezentowały szeroki zakres informacji na ich temat. Badanie wykazało jednak, iż w większości banków wynagrodzenie osób zarządzających z tytułu uczestnictwa w LTIP nie występuje, co może świadczyć o tym, że banki nie ujawniają takich informacji. W bankach, w których taka informacja została wykazana, wynagrodzenie z tego tytułu nie stanowi znaczącego składnika płacy.

W większości badanych banków za politykę wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla odpowiedzialny jest, powołany do tego celu, komitet ds. wynagrodzeń. Badane spółki ujawniły szereg informacji na temat tego komitetu, między innymi nałożone na

niego zadania, skład komitetu, liczbę spotkań. Mimo, iż nie ma takiego obowiązku prawnego, badane banki starają się, by w składzie komitetu ds. wynagrodzeń zasiadał co najmniej jeden niezależny członek. Należy także podkreślić, że osoby zasiadające w tym komitecie posiadają odpowiednie kwalifikacje, a także bogate doświadczenie zawodowe, które pozwalają na efektywne wykonywanie obowiązków. Można sformułować wniosek, że ze wszystkich analizowanych aspektów polityki wynagradzania, najwyżej można ocenić funkcjonowanie komitetów ds. wynagrodzeń. Należy również podkreślić, że banki zaczęły stosować tego rodzaju rozwiązanie instytucjonalne zanim jeszcze zostały do tego zobligowane przez regulacje prawne. Jest to również najbardziej transparentny obszar polityki wynagradzania.

Istotnym, jeśli nie najważniejszym, aspektem polityki wynagrodzenia jest wysokość i struktura płacy, która powinna zachęcać do dbałości o długookresowy interes banku. Przeprowadzona analiza wykazała, iż zarówno prezesi, jak i pozostali członkowie zarządu, są bardzo dobrze wynagradzani na tle przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce. Kadra kierownicza najwyższego szczebla w sektorze bankowym zarabia ponad 50-krotnie więcej niż przeciętny pracownik w Polsce. Zarazem nie stwierdzono, żeby występowała tendencja polegająca na rozwarstwianiu się płac kadry kierowniczej w jednostkach sektora bankowego w stosunku do przeciętnego wynagrodzenia. Analiza struktury płacy w badanych bankach wykazała, iż wynagrodzenie zasadnicze stanowi największą część wynagrodzenia ogółem członków zarządu. Oznacza to, że menedżerowie w polskim sektorze bankowym są wynagradzani w mało agresywny sposób. Relatywnie niższy niż w innych wysoko rozwiniętych krajach udział zmiennych i odroczonych komponentów wynagrodzeń świadczy o niewielkim ryzyku polityki wynagradzania. Może to być jedną z przyczyn, które spowodowały, że w polskim sektorze bankowym skutki ostatniego kryzysu finansowego nie były tak dotkliwe, jak w innych krajach. Zarazem tego rodzaju polityka wynagradzania kadry kierowniczej w okresie dobrej koniunktury gospodarczej utrudnia realizację najważniejszego zadania jakie stoi przed tą polityką, a jest nią łagodzenie konfliktu interesów między akcjonariuszami i menedżerami.

Analiza czynników determinujących wysokość wynagrodzeń członków zarządów, przeprowadzona przy użyciu modelu ekonometrycznego potwierdziła część sformułowanych hipotez badawczych. Wpływ niektórych zmiennych objaśniających był zgodny z przewidywaniami. Wystąpiły również takie zmienne, które oddziałują odwrotnie na wynagrodzenie osób zarządzających, niż wynika to z przyjętych hipotez badawczych. Największa rozbieżność wystąpiła w przypadku zmiennych nadzoru korporacyjnego.

Liczba osób zasiadających w radzie nadzorczej jest dodatnio skorelowana z poziomem płacy zarządu. Potwierdziło to przypuszczenia, iż duże rady nie są w stanie tak efektywnie pracować jak mniejsze, przez co mogą zawyżać wynagrodzenie wypłacane członkom zarządu. Zasiadanie w radach nadzorczych osób spełniających kryteria niezależności jest zalecane w regulacjach prawnych i środowiskowych, gdyż mają one uniezależnić rady nadzorcze od wpływu inwestora strategicznego i zarządu. Pozwoli to na podejmowanie przez rady decyzji zgodnych z interesem spółki i przede wszystkim może ograniczyć oportunistyczne zachowania menedżerów. Powinno to prowadzić do niższego wynagrodzenia osób zarządzających. Wyniki estymacji potwierdzają tę hipotezę. Wykazały one, iż wzrost udziału niezależnych członków w radach nadzorczych obniża poziom wypłacanych zarządowi całkowitych wynagrodzeń pieniężnych. Podobnie zakłada się, iż większa liczba osób niezależnych w składzie komitetu ds. wynagrodzeń spowoduje obniżenie poziomu płac. Wyniki analizy wskazują na przeciwną zależność. Większy udział członków niezależnych w tym Komitecie dodatnio wpływa na poziom całkowitego wynagrodzenia pieniężnego. Jest to wynik niezgodny z przewidywaniami. Można to wytłumaczyć tym, iż liczebność komitetów ds. wynagrodzeń jest zazwyczaj niewielka, i w tej sytuacji poziom zmiennej przedstawiającej udział członków niezależnych cechuje dużą przypadkowością. Nie potwierdzono również wpływu aktywności komitetu na wysokość wynagrodzeń. Badanie wykazało, że częstsze spotkania komitetu prowadziły do wyższego całkowitego wynagrodzenia pieniężnego członków zarządu.

Jeśli chodzi o wpływ udziału kobiet w radzie nadzorczej na płace zarządu okazało się, że większa liczba kobiet w radzie oddziałuje pozytywnie na całkowite wynagrodzenie pieniężne. Wyniki estymacji potwierdziły przewidywania dotyczące inwestora strategicznego. W literaturze można znaleźć opinie, iż występowanie w spółce akcjonariusza dominującego powoduje, iż taki inwestor aktywnie działa w spółce, co ogranicza możliwości oportunistyczne kadry kierowniczej najwyższego szczebla. Zmniejsza także wpływ zarządu na ustalanie własnego wynagrodzenia, co obniża jego poziom. Badanie wykazało, iż wzrost udziału we własności inwestora strategicznego wpływał na niższy poziom wynagrodzenia.

W przypadku indywidualnych cech kierownictwa wszystkie zmienne objaśniające zachowywały się zgodnie z przewidywaniami. Badanie wykazało, iż prezes zarabia więcej niż pozostali członkowie zarządu. Potwierdziła się również hipoteza, iż wraz ze wzrostem lat przepracowanych na danym stanowisku, rośnie poziom płacy. Obywatele polscy zarabiają mniej niż obcokrajowcy. Oznacza to, iż banki chcąc zatrudnić menedżerów z zagranicy muszą dostosować wynagrodzenie do oczekiwań finansowych obcokrajowców, które są

wyższe oczekiwań obywateli polskich. Okazało się, iż mężczyźni zarabiają więcej niż kobiety. Takie wyniki świadczą o tym, iż w badanym segmencie rynku pracy menedżerów występuje dyskryminacja płacowa ze względu na płeć.

Cztery z pięciu zmiennych wchodzących w skład wyników i uwarunkowań ekonomicznych okazało się istotne statystycznie. Wielkość banku (mierzona za pomocą wielkości aktywów) ma dodatni wpływ na poziom płac członków zarządu. Potwierdza to zatem hipotezę, iż wraz z rozmiarem banku rośnie także poziom wypłacanego menedżerom wynagrodzenia. Wyniki estymacji wykazały również, że lepsze wyniki finansowe banku (mierzone za pomocą wskaźników ROE) wpływają na wyższe wynagrodzenie. Można zatem powiedzieć, że realizowane są rekomendacje mówiące o tym, by wynagrodzenie kadry kierowniczej najwyższego szczebla było powiązane z wynikami ekonomicznymi spółki.

Zakończenie

Polityka wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla w sektorze finansowym została uznana za jedną z podstawowych przyczyn wybuchu kryzysu finansowego z lat 2007-2008. Stosowane w instytucjach tego sektora zasady wynagradzania zachęcały do przyjmowania krótkowzrocznej perspektywy i podejmowania nadmiernego ryzyka, bez uwzględniania długookresowych wyników. Dysfunkcjonalności występujące w tym obszarze były jednym ze źródeł spadku zaufania inwestorów i destabilizacji rynków finansowych wszystkich wysoko rozwiniętych gospodarek.

Globalny kryzys dotknął polski sektor finansowy w ograniczonym zakresie. Jego przejawami były spadki indeksów giełdowych oraz deprecjacja waluty krajowej, niemające uzasadnienia w czynnikach fundamentalnych. Zarazem nie dochodziło do zjawisk obserwowanych w innych krajach, polegających na bankructwie banków, rosnącej liczby fuzji i przejęć, pomocy publicznej w formie dokapitalizowania bankrutujących instytucji ze środków publicznych lub nacjonalizacji. W tym kontekście zasadne wydaje się podjęcie próby odpowiedzi na pytanie, czy przyczyną tej relatywnie dobrej sytuacji polskiego sektora finansowego były skuteczne mechanizmy nadzoru korporacyjnego, w tym przede wszystkim polityka wynagradzania naczelnej kadry kierowniczej.

Odpowiedź na tak sformułowane pytanie wymagała oceny jakości polityki wynagradzania kadry zarządzającej w bankach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Był to główny cel rozprawy, który determinował postawione w niej hipotezy badawcze. Weryfikacja hipotez wymagała analizy regulacji prawnych i środowiskowych, odnoszących się do polityki wynagradzania, którym podlegają banki publiczne w Polsce, oceny wybranych aspektów polityki wynagradzania w bankach publicznych w Polsce, takich jak transparentność wynagrodzeń, długoterminowe programy partycypacji we własności, funkcjonowanie komitetów ds. wynagrodzeń, identyfikacji czynników determinujących poziom wynagrodzeń osób zarządzających bankami publicznymi w Polsce.

Wyniki przeprowadzonych badań wskazują na występowanie szeregu prawidłowości.

Pierwsza z przyjętych w rozprawie hipoteza badawczych wskazywała, iż zmiany przepisów prawnych, które miały miejsce od roku 2012, dotyczące zasad wynagradzania kadry kierowniczej w sektorze bankowym zmniejszyły lukę legislacyjną, jaka występowała w Polsce w stosunku do innych krajów członkowskich Unii Europejskiej. Jednak wciąż

istniejące w Polsce standardy, wynikające z tych regulacji są mniej rygorystyczne, niż te stosowane w większości krajów Unii Europejskiej. Dokonany w pracy przegląd regulacji prawnych, krajowych i międzynarodowych, wykazał, że dopiero od 2012 roku nastąpiło przeniesienie na polski grunt prawny regulacji unijnych zawartych przede wszystkim w Dyrektywie CRD III z dnia 24 października 2010 roku. Było to związane z wejściem w życie Uchwał Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku. Nie wszystkie zasady dotyczące polityki wynagradzania w sektorze finansowym zawarte w Dyrektywie CRD III zostały przeniesione do polskiej litery prawa. Należy jednak podkreślić, że we wcześniejszych latach w Polsce nie istniały regulacje dotyczące polityki wynagradzania dedykowane dla sektora bankowego. Dlatego też rok 2012 stanowi swoistą cezurę czasową, która zmieniła w istotny sposób to, jak wynagradzana jest kadra kierownicza w instytucjach sektora finansowego w Polsce.

Zgodnie z drugą hipotezą badawczą, w okresie objętym badaniami nastąpiła znacząca poprawa transparentności polityki wynagradzania menedżerów w bankach publicznych w Polsce. Banki wciąż jednak nie wypełniają wszystkich obowiązków związanych z ujawnieniami, które są nakładane przez regulacje prawne i środowiskowe. Świadczy to o niskiej skuteczności instytucji odpowiadających za nadzór nad rynkiem finansowym. W pracy została przeprowadzona analiza mająca na celu zbadanie poziomu transparentności polityki wynagradzania w 16 polskich bankach publicznych w latach 2005 ÷ 2013. Wykorzystano do tego zbiorczy indeks transparentności polityki wynagradzania, składający się z trzech indeksów cząstkowych: indeksu zasad wynagradzania, indeksu długoterminowych programów motywacyjnych i indeksu komitetu ds. wynagrodzeń. Badanie wykazało, iż polskie banki publiczne charakteryzują się niską transparentnością w zakresie polityki wynagradzania osób zarządzających. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że z roku na rok badane banki osiągały coraz wyższy poziom indeksu transparentności. Najwyższy wzrost występuje po roku 2012, od którego zaczęła obowiązywać Uchwała Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku. Niemniej jednak badanie wykazało, że część banków nie przestrzega wielu przepisów znajdujących się w regulacjach prawnych, między innymi tych dotyczących ujawniania informacji na temat struktury wynagradzania, wynagradzania menedżerów za pomocą wynagrodzenia odroczonego. Fakt, iż banki nie stosują się do tych regulacji, świadczy o niedostatecznym nadzorze prowadzonym przez Komisję Nadzoru Finansowego. Wyniki analizy potwierdzają zatem drugą hipotezę.

Hipoteza trzecia mówi, iż polityka wynagrodzeń naczelnej kadry kierowniczej w bankach publicznych w Polsce charakteryzuje się mniejszym poziomem ryzyka, niż ma to

miejsce w innych wysoko rozwiniętych krajach. Wynika to po pierwsze z mniejszej skali stosowania długoterminowych programów motywacyjnych opartych na własności (LTIP), po drugie ze struktury wynagrodzeń, w której wciąż największą rolę odgrywa wynagrodzenie zasadnicze. Przeprowadzona analiza wykazała, iż 5 banków w latach 2005 ÷ 2013 nie korzystało z LTIP. Jest to zaskakujący wynik, biorąc pod uwagę fakt, iż zgodnie z Uchwałą Komisji Nadzoru Finansowego z 4 października 2011 roku, banki zobowiązane są do stosowania wynagrodzenia zmiennego odroczonego, które powinno składać się z akcji lub odpowiadającym im tytułom własności. Nawet w bankach wykorzystujących to narzędzie wynagradzania zakres stosowania programów partycypacji we własności ograniczał się przede wszystkim do kadry kierowniczej najwyższego szczebla, a dochody z tego tytułu stanowiły niewielką część całkowitego wynagrodzenia. Weryfikacja drugiej części hipotezy wymagała analizy struktury wynagrodzenia członków zarządu w polskich bankach publicznych. Badanie wykazało, iż wynagrodzenie menedżerów w głównej mierze składało się z płacy zasadniczej oraz premii rocznej. Oznacza to, że osoby zarządzające w polskim sektorze bankowym są wynagradzani w mało agresywny sposób. Relatywnie niższy niż w innych wysoko rozwiniętych krajach udział zmiennych i odroczonego komponentów wynagrodzeń świadczy o niewielkim ryzyku polityki wynagradzania. Można zatem stwierdzić, że hipoteza trzecia została pozytywnie zweryfikowana.

Trzy ostatnie hipotezy badawcze dotyczyły czynników determinujących wysokości wynagrodzeń członków zarządów badanych banków. Zgodnie z czwartą hipotezą na wynagrodzenie kadry kierowniczej banków istotny wpływ mają standardy nadzoru korporacyjnego, w szczególności wielkość i skład rad nadzorczych, aktywność komitetu ds. wynagrodzeń, struktura własności. Hipoteza piąta mówi o tym, że na wynagrodzenie kadry kierowniczej banków istotny wpływ ma zajmowane stanowisko i indywidualne cechy członków zarządu. Szósta hipoteza stanowi, że wynagrodzenie jest dodatnio skorelowane z wynikami ekonomicznymi i wielkością banku.

W celu weryfikacji tych hipotez został opracowany model ekonometryczny, za pomocą którego zbadany został wpływ wybranych zmiennych na całkowite wynagrodzenie pieniężne. Analiza potwierdziła występowanie części przewidywanych relacji. W przypadku zmiennych nadzoru korporacyjnego istotny statystycznie i zgodny z oczekiwaniami wpływ na wysokość wynagrodzeń osób zarządzających mają takie zmienne jak: liczba osób w radzie nadzorczej, udział członków niezależnych w radzie nadzorczej, pakiet akcji w rękach inwestora strategicznego. Nie udało się potwierdzić roli, jaką mogą pełnić w procesie kształtowania wynagrodzeń Otwarte Fundusze Emerytalne.

Na wynagrodzenie mają również istotny statystycznie wpływ indywidualne cechy członków zarządu. Wyższe wynagrodzenie otrzymują osoby na stanowisku prezesa zarządu, członkowie zarządu o dłuższym stażu pracy, obcokrajowcy i mężczyźni. Estymacja parametrów modelu wykazała, iż zarówno wyniki ekonomiczne mierzone wskaźnikiem ROE, jak i wielkość banku (mierzona za pomocą wielkości aktywów) pozytywnie wpływają na wysokość wynagrodzeń.

Badania, których wyniki zostały przedstawione w rozprawie wpisują się w nurt licznych badań prowadzonych przede wszystkim w wysokorozwiniętych krajach, poświęconych ocenie polityki wynagradzania kadry kierowniczej w sektorze bankowym. Należy podkreślić, iż wiele z przyjętych w rozprawie hipotez badawczych, które zostały sformułowane na podstawie studiów literaturowych znalazło potwierdzenie. Jest to o tyle interesujące, że polski kontynentalny model nadzoru korporacyjnego różni się istotnie od modelu anglosaskiego, występującego w takich krajach jak Stany Zjednoczone i Wielka Brytania. Dotyczy to m.in. systemu kontroli nad korporacją, koncentracji własności, rodzaju akcjonariuszy, instytucjonalnych struktur nadzorczych. Mimo tych różnic udało się zidentyfikować pewne uniwersalne prawidłowości odnoszące się do zasad wynagradzania kadry kierowniczej w bankach. Wskazuje to na zasadność prac mających na celu poszukiwania standardów nadzoru korporacyjnego, które powinny mieć zastosowanie niezależnie od rynków, na jakich działają korporacje.

Bibliografia

Pozycje książkowe i artykuły

1. Abdullah H., Valentine B., *Fundamental and ethics theories of corporate governance*, "Middle Eastern Finance and Economics", Issue 4, 2009.
2. Adams R., Mehran H., *Is corporate governance different for bank holding companies?*, "FRBNY Economic Policy Review", April 2003.
3. Aduda J., *The relationship between executive compensation and firm performance in the Kenyan banking sector*, "Journal of Accounting and Taxation", vol. 3 (6), 2011.
4. Aluchna M., Kołodkiewicz I., *Przejrzystość w kontekście wartości przedsiębiorstwa*, w: Rudolf S. (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
5. Aluchna M., *Koszty agencji jako determinanta efektywności nadzoru korporacyjnego*, w: Rudolf S. (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
6. Aluchna M., *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007.
7. Aluchna M., Mikołajczyk O., *Dodd – Frank Act jako amerykańska odpowiedź na kryzys finansowy*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Zeszyt Naukowy 112, 2011.
8. Aluchna M., *Oszustwa korporacyjne korporacyjne (część I). Geneza, skala i zagrożenia*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Zeszyt Naukowy 86, 2008.
9. Aluchna M., *Polityka informacyjna w Polsce. Przypadek spółek giełdowych*, „E – mentor”, nr 2 (9), 2005, <http://www.e-mentor.edu.pl/artukul/index/numer/9/id/131>, stan na dzień 07.08.2014.
10. Ang J. S., Cole R., Lin J. W., *Agency costs and ownership structure*, in: van Frederikslust R. A. J., Ang J. S., Sudarsanam P. S. (eds.), *Corporate Governance and Corporate Finance*, Routledge, Abingdon 2008.
11. Ang J., Lauterbach B., Schreiber B., *Pay at the executive suite: How do U. S. banks compensate their top management teams?*, "Recent Work, Finance", Anderson Graduate School of Management, UC Los Angeles, 2000.
12. Angbazo L., Narayanan R., *Top management compensation and the structure of the board of directors in commercial banks*, "European Finance Review", 1, 1997.
13. Ayadi R., Arbak E., Groen W. P. de, *Executive compensation and risk taking in European Banking*, August 2011, <http://ssrn.com/abstract=2017527>.
14. Ayadi R., Pujals G., *Banking mergers and acquisition in the EU: overview, assessment, and prospects*, SUERF – The European Money and Finance Forum, Vienna 2005.
15. Ayuso S., Argandoña A., „La Caixa” *Chair of Corporate Social Responsibility and Corporate Governance*, Working Paper no. 701, July 2007.
16. Baker G. P., Jensen M. C., Murphy K. J., *Compensation and incentives: practice vs. theory*, „Journal of Finance”, vol. XLIII, no. 3, July 1988.

17. Balachandran S. V., Joos P., Weber J., *Do voting rights matter: Evidence from the adoption of equity-based compensation plans*, Conference Papers, 2008.
18. Balachandran S., Kogut B., Harnal H., *The probability of default, excessive risk, and executive compensation: A study of financial services firms from 1995 to 2008*, Columbia Business School Research Paper Series, May 2010.
19. Bannier C. E., Feess E., Packham N., *Competition, bonuses, and risk – taking in the banking industry*, Oxford University Press, 2012.
20. Barro J. R., Barro R. J., *Pay, performance, and turnover of bank CEOs*, “Journal of Labor Economics”, vol. 8, no. 4, 1990.
21. Barth J. R., Prabha A., Swagel P., *Just how big is the too big to fail problem?*, Milken Institute, March 2012.
22. Bebchuk L. A., Spamann H., *Regulating bankers’ pay*, Discussion Paper No. 641, 2010.
23. Beitel P., Schiereck D., Wahrenburg M., *Explaining the M&A – success in European bank mergers and acquisition*, “European Financial Management”, 10, 2004.
24. Bhagat S., Bolton B., *Bank executive compensation and capital requirements reform*, International Conference on Executive Compensation after the Financial Crisis, Copenhagen Business School, January 2011.
25. Bhagat S., Bolton B., *Misaligned bank executive incentive compensation*, June 2013, <http://ssrn.com/abstract=2277917>.
26. Bolton P., Mehran H., Shapiro J., *Executive compensation and risk taking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 456, November 2011.
27. Borkowska B., *Ramy instytucjonalne a corporate governance*, w: Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
28. Brennan D. M., “Fiduciary capitalism”, the “Political model of Corporate Governance” and the prospect of stakeholder capitalism in the US, “Review of Radical Political Economics”, vol. 37, no. 1, 2005.
29. Brewer III E., Hunter W. C., Jackson III W. E., *Deregulation and the relationship between bank CEO compensation and risk – taking*, Federal Reserve Bank of Chicago, WP 2003 – 32, 2003.
30. Brewer III E., Jagtiani J., *How much did banks pay to become too big to fail and to become systematically important?*, Supersedes Working Paper 09 – 34, 2011.
31. Burghof H. P., Hofmann C., *Executives’ compensation of European banks. Disclosure, sensitivity, and their impact on bank performance*, “Munich Business Research”, 2000.
32. Burzyńska M., *Identyfikacja konglomeratu finansowego – pierwszy krok do nadzoru uzupełniającego nad konglomeratami finansowymi*, „Bezpieczny Bank”, 2 (27) / 2005.
33. Cai J., Garner J., Walkling R., *Shareholder access to the boardroom: a survey of recent evidence*, „Journal of applied Finance. Theory, Practice, Education”, vol. 20, no. 2, 2010.
34. Chaigneau P., *Risk-shifting and the regulation of bank CEOs’ compensation*, September 2012, <http://ssrn.com/abstract=1663923>.

35. Chen C. R., Steiner T. L., Whyte A. M., *Does stock option-based executive compensation induce risk - taking? An analysis of the banking industry*, "Journal of Banking & Finance", 30, 2006.
36. Cheng I. H., Hong H., Scheinkman J. A., *Yesterday's heroes: compensation and creative risk – taking*, ECGI - Finance Working Paper No. 285/2010, June 2012.
37. Chirinko R. et. al., *Investor protections and concentrated ownership assessing corporate control mechanisms in the Netherlands*, "German Economic Review", vol. 5, no. 2, 2002.
38. Chu S., Lawrence M., Stapledon G., *Trends in ASX – Listed bank governance*, „Economic Papers Special Edition”, December 2006.
39. Conyon M. J. et. al., *The executive compensation controversy: a transatlantic analysis*, Fondazione Rodolfo de Benedetti, May 2010.
40. Crawford A. J., Ezzell J. R., Miles J. A., *Bank CEO pay – performance relations and the effects of deregulation*, "The Journal of Business", vol. 68, issue 2, 1995.
41. Croissant Y., Millo G., Panel data econometrics in R: The plm package, <http://cran.r-project.org/web/packages/plm/plm.pdf>, 2012; stan na dzień 08.03.2015.
42. Cuñat V., Guadalupe M., *Executive compensation and competition in the banking and financial sectors*, IZA Discussion Paper no. 1123, 2004.
43. Demsetz R. S., Saidenberg M. R., *Looking beyond the CEO: executive compensation at banks*, FRB of New York Staff Report no. 68, 1999.
44. Dobija D., Kołodkiewicz I., Cieślak I., Klimczak K., *Komitety rad nadzorczych*, Wolters Kluwer Business, Warszawa 2011.
45. Dong G. N., *Excessive bank CEO pay and financial crisis: evidence from structural estimation*, June 2013, <http://www.columbia.edu/~gd2243/docs/bank.pdf>.
46. Doucouliagos H., Haman J., Askary S., *Directors' remuneration and performance in Australian banking*, "Corporate Governance", vol. 15, no. 6, 2007.
47. Dulewicz V., Herbert P., *Does the composition and practice of board of directors bear any relationship to the performance of their companies?*, "Corporate Governance: An International Review", vol. 12, no. 3, July 2004.
48. Egger P. H., Ehrlich von M., Radulescu D., *How much it pays to work in the financial sector*, "CESifo Economic Studies", vol. 58, 1, 2012.
49. Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, "Academy of Management Review", vol. 14, no. 1, 1989.
50. Fahlenbrach R., Stulz R. M., *Bank CEO incentives and the credit crisis*, NBER Working Paper No. 15212, July 2009.
51. Fama E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, „The Journal of Political Economy", vol. 88, no. 2, 1980.
52. Fama E. F., *Banking in the theory of finance*, „Journal of Monetary Economics", no. 6, 1980.
53. Fama E. F., Jensen M. C., *Agency problems and residual claims*, "Journal of Law and Economics", vol. 26, no. 2, 1983.
54. Federowicz M., *Corporate governance – nadzór nie tylko właścicielski. Relacje między kontrolą nad zarządzaniem a systemem instytucjonalnym w gospodarce*, w: Rudolf S.

- (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000.
55. Ferrarini G., Giudici P., *Financial scandals and the role of private enforcement: the Parmalat case*, "Law Working Paper", no. 40/2005, May 2005.
56. Ferrarini G., Ungureanu M. C., *Economic, politics, and the international principles for sound compensation practices: an analysis of executive pay at European banks*, "Vanderbilt Law Review", vol. 64:2:431, 2011.
57. *Fin – Focus*, DG ds. Rynku Wewnętrznego i Usług, *Biuletyn o usługach finansowych*, nr 5, czerwiec 2008.
58. Gande A., Kalpathy S., *CEO compensation and risk-taking at financial firms: evidence from U.S. federal loan assistance*, July 2013, <http://ssrn.com/abstract=1865870>.
59. Gaughan P. A., *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*, John Wiley & Sons, New Jersey 2007.
60. Gibbons R., Murphy K. J., *Relative performance evaluation for Chief Executive Officers*, Working Paper No. 532, August 1989.
61. Gök T., *Corporate governance in an era of turmoil*, Smart Business Network Inc., 2009.
62. Gospel H., Pendleton A., *Finance, corporate governance and the management of labour: a conceptual and comparative analysis*, "British Journal of Industrial Relations", 41:1, September 2003.
63. Goyal K. A., Joshi V., *Merger and acquisition in banking industry: a case study of ICICI Bank Ltd.*, "International Journal of Research in Management", Issue 2, Vol. 2, 2012.
64. Grabiec D., *Powiązania w grupie kapitałowej i ich wpływ na jej konkurencyjność*, w: Bernat T. (red.), *Przedsiębiorstwo i państwo – wybrane problemy konkurencyjności*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2007.
65. Green S., *Sarbanes – Oxley and the board of directors. Techniques and best practices for corporate governance*, John Wiley & Sons, New Jersey 2005.
66. Gregg P., Jewell S., Tonks I., *Executive pay and performance: did bankers' bonuses cause the crisis?*, "International Review of Finance", 12:1, 2012.
67. Greuning H. van, Brajovic Bratanovic S., *Analyzing and managing banking risk. A framework for assessing corporate governance and financial risk, second edition*, The World Bank, Washington 2003.
68. Groblewska – Bogusz B., *System nadzoru właścicielskiego a teoria kontraktów*, w: Rudolf S. (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000.
69. Groblewska B., *Teoria kontraktów a proces zarządzania przedsiębiorstwem – wybrane problemy*, w: Rudolf S. (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
70. Hagendorff J., Collins M., Keasey K., *Bank deregulation and acquisition activity: the cases of the US, Italy and Germany*, "Journal of Financial Regulation and Compliance", vol. 15, no. 2, 2007.
71. Hakenes H., Schnabel I., *Bank bonuses and bail – outs*, "Journal of Money, Credit, and Banking" forthcoming, 2013.

72. Harris S. H., Mecenas M., Poerio J. M., *Final say on pay rules – no surprises, other than from shareholders*, Paul Hastings Stay Current, February 2011.
73. Hart O., *Corporate governance: some theory and implications*, "The Economic Journal", vol. 105, issue 430, 1995.
74. Hashi I., *Ramy prawne skutecznego nadzoru korporacyjnego: analiza porównawcza wybranych krajów transformujących się*, „Studia i Analizy. Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych”, nr 268, 2003.
75. Holmstrom B., Kaplan S. N., *The State of U. S. corporate governance: What's right and what's wrong?*, March 2003.
76. Howson N. C., *When "good" corporate governance makes "bad" (financial) firms: the global crisis and the limits of private law*, "Michigan Law Review First Impressions", vol. 108, December 2009.
77. Hubbard R. G., Palia D., *Executive pay and performance. Evidence from the US banking industry*, "Journal of Financial Economics", 39, 1995.
78. Ignys A., *Zobowiązania informacyjne polskich spółek giełdowych i ich realizacja*, w: Rudolf S. (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
79. Islam J., Hu H., *A review of literature on contingency theory in managerial accounting*, "African Journal of Business Management", vol. 6 (15), April 2012.
80. Iwanowicz – Drozdowska M., *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, „Bank i Kredyt”, 6/2007.
81. Iwu – Egwuonwu R. Ch., *Some empirical literature evidence on the effects of independent directors on firm performance*, "Journal of Economics and International Finance", vol. 2(9), September 2010.
82. Jensen M. C., *Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, "American Economic Review", vol. 76, no. 2, 1986.
83. Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, "Journal of Financial Economics", vol. 3, no. 4, 1976.
84. Jensen M. C., Murphy K. J., *CEO incentives – it's not how much you pay, but how*, "Harvard Business Review", No. 3, May – June 1990.
85. Jensen M. C., Murphy K. J., *Performance pay and top – management incentives*, „Journal of Political Economy”, April 1990.
86. Jensen M. C., *Self – interest, altruism, incentives, & agency theory*, "Journal of Applied Corporate Finance", vol. 7, no. 2, 1994.
87. Jensen M. C., Smith Jr C. W., *Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory*, 1985, <http://ssrn.com/abstract=173461>.
88. Jerzemowska M., *Istota i uwarunkowania rozwoju nadzoru korporacyjnego*, w: Rudolf S. (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
89. Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C. H. Beck, Warszawa 2010.

90. John K., Mehran H., Qian Y., *Outside monitoring and CEO compensation in the banking industry*, "Journal of Corporate Finance", vol. 16, issue 4, 2010.
91. John K., Qian Y., *Incentive features in CEO compensation in the banking industry*, "FRBNY Economic Policy Review", April 2003.
92. John K., Saunders A., Senbet L. W., *A theory of bank regulation and management compensation*, "The Review of Financial Studies", vol. 13, no. 1, 2000.
93. Jurek M., Marszałek P., *Kryzys subprime i kryzys azjatycki – analiza porównawcza*, w: Antkiewicz S., Pronobis M. (red.), *Gospodarka w warunkach kryzysu*, CeDeWu, Warszawa 2009.
94. Jurkowska – Zeidler A., *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, a Wolters Kluwer Business, Warszawa 2008.
95. Keasey K., Wright M., *Issues in corporate accountability and governance*, cyt. za.: Jerzemowska M., *Nadzór korporacyjny*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
96. Kiel G. C., Nicholson G. J., *Board composition and corporate performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance*, 5th International Conference on Corporate Governance and Direction, October 2003.
97. Kissell R., *The Expanded Implementation Shortfall: "Understanding Transaction Cost Components"*, "The Journal of Trading", vol. 1, no. 3, 2006.
98. Koleśnik J., *Polskie konglomeraty finansowe – identyfikacja i wymogi nadzorcze*, "Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów", Zeszyt Naukowy 65, 2006.
99. Konopczak M., Sieradzki R., Wiernicki M., *Kryzys na światowych rynkach finansowych – wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego*, „Bank i Kredyt”, 10 listopada 2010.
100. Kozioł L., *Kontrakty menedżerskie jako narzędzie nadzoru i motywowania kierownictwa*, w: Jerzemowska M. (red.), *Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2011.
101. Krause R., *Does "long – term compensation" make CEOs think long – term? A study of CEO compensation in the commercial banking industry*, "The Michigan Journal of Business", vol. 2, 2, 2009.
102. Krivogorsky V., Burton F. G., *Dominant owners and performance of Continental European Firms*, "Journal of International Accounting Research", 11 (1), 2012.
103. Lachiewicz S., *Źródła i sfery konfliktów w relacjach zarząd – akcjonariusze i rada nadzorcza w świetle teorii agencji*, w: Rudolf S. (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
104. Lachowski S., *Chciwość, oprócz braku kompetencji, to najbardziej wstydliva cecha szefa*, "Gazeta Prawna", 11.09.2009.
105. Laietu A., Mellado C. A., *Compensation and company performance within the banking sector – a case study on chief executive officer compensation in relation to company performance measures*, Mälardalen University School of Sustainable development of Society and Technology Bachelor thesis in Economics, 2009.

106. Lapido D., Nestor S., *Bank boards and the financial crisis. A corporate governance study of the 25 largest European banks*, Nestor Advisors Ltd, May 2009.
107. Levine R., *The corporate governance of banks: A concise discussion of concepts and evidence*, Global Corporate Governance Forum, Washington, 2003.
108. Lis K. A., Sterniczuk H., *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
109. Livne G., Markarian G., Milne A., *Bankers' compensation and fair value accounting*, "Journal of Corporate Finance", vol. 17, no. 4, 2011.
110. Lowry M., Murphy K. J., *Executive stock options and IPO underpricing*, July 2006, <http://ssrn.com/abstract=745684>.
111. Luo Y., Jackson D. O., *Executive compensation, ownership structure and firm performance in Chinese financial corporation*, "Global Business and Finance Review", Spring 2012.
112. Manne H. M., *Mergers and the Market for Corporate Control*, "Journal of Political Economy", Vol. 73, Issue 2, 1965.
113. Marcinkowska M., *Jak wzmocnić władztwo korporacyjne w bankach?*, w: Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
114. Markarian G., Parbonetti A., *Bankers on the board and the quality of earnings*, Working Paper.
115. Markham J. W., *A financial history of modern U. S. corporate scandals. From Enron to Reform*, M. E. Sharpe, London 2006.
116. Marks S. G., *The separation of ownership and control*, "Encyclopedia of Law & Economics", no. 5630, 1999.
117. Matthews K., Matthews O., *Controlling bankers' bonuses: efficient regulation or politics on envy*, "Institute of Economic Affairs", March 2010.
118. Matusiewicz M., *Strefa euro a globalny kryzys finansowy XXI wieku*, „Studia BAS”, nr 3 (31), 2012.
119. Mehran H., Marrison A., Shapiro J., *Corporate governance and banks: What have we learned from the financial crisis?*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report no. 502, 2011.
120. Mehran H., Rosenberg J., *The effect of employee stock options on bank investment choice, borrowing and capital*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports no. 305, 2007.
121. Mesjasz C., *Nadzór, władanie, czy ład korporacyjny: problem nie tylko semantyczny*, w: Rudolf S. (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006.
122. Mesjasz C., *Przegląd teoretycznych koncepcji nadzoru korporacyjnego*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie”, nr 700, 2006.
123. Michalski M., *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG – Press, Warszawa 2001.
124. Minnick K., Unal H., Yang L., *Pay for performance? CEO compensation and acquirer returns in BHCs*, "The Review of Financial Studies", vol. 24, no. 2, 2011.

125. Misiołek K., *Nadzór korporacyjny w bankach – wybrane zagadnienia*, w: Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.
126. Morin R. A., Jarrell S. L., *Driving shareholder value. Value – building techniques for creating shareholder wealth*, The McGraw – Hill Companies, USA 2001.
127. Mülbart P. O., *Corporate governance of banks after the financial crisis – theory, evidence, reforms*, Law Working Papers no. 130/2009, 2010.
128. Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009.
129. Ng L., Sibilkov V., Wang Q., Zaiats N., *Does shareholder approval requirement of equity compensation plans matter?*, “Journal of Corporate Finance”, vol. 17, issue 5, 2011.
130. Nieborak T., *Globalny kryzys finansowy – istota, przyczyny, konsekwencje*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, Rok LXXII, zeszyt 4, 2010.
131. Nogalski B., Dalej R., *Kodeks dobrych praktyk jako narzędzie budowania zaufania na rynku kapitałowym*, w: Rudolf S. (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006.
132. Opalski A., *Rada nadzorcza w spółce akcyjnej*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2006.
133. Philippon T., Reshef A., *Wages and human capital in the U. S. financial industry: 1909 – 2006*, Working Paper 14644, 2008.
134. Pickett K. H. S., *The essential handbook of internal auditing*, John Wiley & Sons, West Sussex 2005.
135. Postrach K., *Kierunki poprawy transparentności w spółkach publicznych*, w: Rudolf S. (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
136. Postrach K., *Problemy nadzoru w spółkach z dominującym inwestorem*, w: Rudolf S. (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000.
137. Postuła I., Wołowicz T., *Model regulacyjny corporate governance w spółkach Skarbu Państwa. Praktyczne implikacje dla zarządzania*, „Studia Prawno – Ekonomiczne”, t. LXXXIII, 2011.
138. Raj M., Abdul – Malik M., *Does ownership structure influence agency cost? Evidence from UK*, “Journal of Corporate Ownership and Control”, Vol. 4, No.3, spring 2007, 303-312.
139. Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG – Press, Warszawa 1999.
140. Rhode D. L., Paton P. D., *Lawyers, ethics, and Enron, Symposium: Enron: Lessons and implications*, Autumn 2002.
141. Rosengren E., *Will greater disclosure and transparency prevent the next banking crisis?*, Working Paper no. 98 – 08, 1998.

142. Rudolf S., *Analiza zmian w wybranych obszarach nadzoru korporacyjnego*, w: Rudolf S. (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006.
143. Rudolf S., *Wprowadzenie*, w: Rudolf S. (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000.
144. Saidi N., *Financial crisis & the corporate governance solution: moving forward on remedies*, 1st Annual Compliance and Anti Money Laundering Seminar, SAMA Institute of Banking, 2009.
145. Salami F. O., *CEO Compensation and Bank Risk: Empirical Evidence from the Canadian Banking System*, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1398005>.
146. *SEC Adopts Say – on – Pay Rules*, „Morrison / Foerster”, January 31, 2011.
147. Sharma K., *Financial sector compensation and excess risk – taking – a consideration of the issues and policy lessons*, DESA Working Paper no. 115, 2012.
148. Shleifer A., Vishny R. W., *A survey of corporate governance*, Working Paper 5554, 1996.
149. Sison A. J. G., *Corporate governance and ethics. An Aristotelian perspective*, Edward Elgar, Cheltenham 2008.
150. Słomka – Gołębiowska A., *Efektywność nadzoru korporacyjnego sprawowanego przez bank w świetle badań empirycznych*, w: Rudolf S. (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
151. Słomka – Gołębiowska A., *Banki w Polsce w obliczu nowych regulacji dotyczących wynagrodzeń kadry zarządzającej*, w: Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.
152. Słomka – Gołębiowska A., *Nadzór korporacyjny banków w Polsce w okresie kryzysu finansowego*, w: Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
153. A. Słomka-Gołębiowska, P. Urbanek, *Wpływ nadzoru korporacyjnego na transparentność polityki wynagradzania kadry kierowniczej w bankach w Polsce*, maszynopis, 2014.
154. Sobolewski P., Tymoczko D. (red.), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2010.
155. Sobolewski P., Tymoczko D. (red.), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2012.
156. Spindler J. C., *Mandatory long – term compensation in the banking system – and beyond? “Reforms” of executive pay may not yield results much different from current practices*, “Regulation”, vol. 34, issue 3, Fall 2011.
157. Starnawska S., *Konstruowanie systemu wynagradzania jako narzędzia nadzoru właścicielskiego*, w: Rudolf S. (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
158. Suntheim F., *Managerial compensation in the financial service industry*, August 2010, <http://www.northernfinance.org/2010/NFAPapers2010/papers/188.pdf>.

159. Szapiel J., *Problemy agencji dotyczące kapitału a wynagrodzenia menedżerów w spółkach giełdowych*, w: Rudolf S. (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
160. Tamowicz P., Dzierżanowski M., *Biała księga nadzoru korporacyjnego*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2002.
161. Taylor J. B., *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
162. Tung F., *Pay for banker performance: structuring executive compensation for risk regulation*, "Northwestern University Law Review", vol. 105, no. 3, 2011.
163. Tung F., Wang X., *Bank CEOs, inside debt compensation, and the global financial crisis*, Boston University School of Law Working Paper No. 11-49, October 2011.
164. Tyrańska M., *Nadzór właścicielski w kontekście rozwoju przedsiębiorstwa*, "Zeszyty Naukowe MSWE w Toruniu", nr 3, 2000.
165. Urbanek P., *Czy nadzór korporacyjny uchronił polskie banki przed kryzysem?*, „Finanse publiczne. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, issue no. 167/2011.
166. Urbanek P., *Ewolucja funkcji rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych*, w: Rudolf S. (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
167. Urbanek P., *Koordinacja rynkowa a koordynacja hierarchiczna – wynagrodzenia menedżerów w kodeksach dobrych praktyk krajów UE*, w: Rączaszek A. (red.), *Społeczne konsekwencje integracji europejskiej*, Wydawnictwo Uczelniane Akademii Ekonomicznej w Katowicach, 2009.
168. Urbanek P., *Kryzys finansowy a polityka wynagradzania menedżerów*, w: Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
169. Urbanek P., *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
170. Urbanek P., *Outsourcing w procesie restrukturyzacji przedsiębiorstwa w świetle teorii kosztów transakcyjnych*, „Gospodarka Narodowa”, 4 (236), Rok LXXX/XXI, kwiecień 2011.
171. Urbanek P., *Polityka wynagradzania kadry kierowniczej w sektorze bankowym w świetle wyników badań empirycznych*, „Zarządzanie i Finanse”, vol. 11, no. 2, part 6, 2013.
172. Urbanek P., *Polityka wynagradzania menedżerów w sektorze finansowym a praktyka polskich banków – wnioski z kryzysu finansowego*, w: Jerzemowska M. (red.), *Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2011.
173. Urbanek P., *Programy partycypacji we własności jako narzędzie polityki wynagradzania kadry kierowniczej na przykładzie banków publicznych w Polsce*, „Ekonomia i Prawo”, vol. 13, no. 1/ 2014.
174. Urbanek P., *Rotacje zarządów polskich spółek publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Gospodarka Narodowa”, nr 1 – 2, 2010.

175. Urbanek P., *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, "Zeszyty Naukowe PTE", 9, 2011.
176. Urbanek P., Wieczorek A., *Polityka wynagradzania kadry menedżerskiej jako czynnik budowy zaufania w sektorze bankowym na przykładzie banków publicznych*, w: Bednarczyk J. L., Przybylska – Kapuścińska W., *Polityka finansowa w dobie kryzysu integracji europejskiej*, CEDEWU, Warszawa 2012.
177. Urbanek P., *Wprowadzenie*, w: Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
178. Urbanek P., *Wynagrodzenia menedżerów a transparentność informacji – zalecenia i praktyka*, w: Rudolf S. (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
179. Urbanek P., *Wynagrodzenia menedżerów z perspektywy menedżerskiej i neoklasycznej teorii przedsiębiorstwa*, w: Rudolf S. (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006.
180. Urbanek P., *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
181. Vallascas F., Hagendorff J., *CEO remuneration and bank default risk: evidence from the U.S. and Europe*, January 2012, <http://ssrn.com/abstract=1691754>.
182. Wearing R., *Cases in corporate governance*, SAGE Publications, London 2005.
183. Wheelock D. C., *Too big to fail: the pros and cons of breaking up big banks*, "The Regional Economist", October 2012.
184. Wieczorek A., *Czy spółka, która tworzy regulacje sama ich przestrzega. Przypadek Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe nr 13”, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków 2012.
185. Wieczorek A., *Komitet audytu i komitet ds. wynagrodzeń w polskich bankach publicznych*, „Studia Prawno – Ekonomiczne”, tom LXXXV, 2012.
186. Wieczorek A., *Niezależność członków rady nadzorczej na przykładzie polskich banków publicznych*, w: Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.
187. Wilczyński R., *Międzynarodowy wymiar kryzysu finansowego*, w: Małecki W. (red.), *Globalny kryzys finansowy a polska gospodarka*, Wyższa szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Warszawa 2009.
188. Yang F., *CEO compensation in the U. S. financial services industry*, August 2010, http://www.edwards.usask.ca/csfm/_files/presentations/fan%20yang.pdf, stan na dzień 10.12.2013.
189. Young De R., Peng E. Y., Yan M., *Executive compensation and business policy choices at U.S. commercial banks*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Research Working Papers, RPW 10 – 02, January 2010.
190. Zhou Ch., *Are banks too big to fail? Measuring systemic importance of financial institutions*, "International Journal of Central Banking", vol. 6, no. 4, 2010.

Akty normatywne i standardy środowiskowe

1. *American Recovery and Reinvestment Act of 2009*, Washington, January 6, 2009.
2. *Corporate Law Economic Reform Program (Audit Reform and Corporate Disclosure) Act 2004*, No. 103, 2004.
3. Decyzja Komisji z dnia 15 października 2004 roku ustanawiająca Europejskie Forum Ładu Korporacyjnego 2004/706/WE, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 22.10.2004.
4. Decyzja Komisji z dnia 23 stycznia 2009 roku ustanawiająca Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego (2009/78/WE), (Dz. U. UE, L 25/23).
5. *Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Washington, January 5, 2010.
6. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/76/UE z dnia 24 listopada 2010 roku w sprawie zmiany dyrektyw 2006/48/WE oraz 2006/49/WE w zakresie wymogów kapitałowych dotyczących portfela handlowego i restrukturyzacji oraz przeglądu nadzorczego polityki wynagrodzeń, (Dz. U. UE, L 329/3).
7. Europejskie Forum Ładu Korporacyjnego: *Statement of the European Corporate Governance Forum on Director Remuneration*, EUCGF Statement – 23 March 2009.
8. Francja: *Corporate Governance Code of Listed Corporations*, AFEP, April 2010.
9. Francja: *Corporate Governance Code of Listed Corporations*, AFEP, December 2008.
10. Francja: *Recommendations on corporate governance, Industry Self Regulation and Guidance*, January 2008.
11. Francja: *Recommendations on corporate governance, Industry Self Regulation and Guidance*, January 2010.
12. Francja: *Recommendations on corporate governance, Industry Self Regulation and Guidance*, January 2011.
13. *Gramm-Leach-Bliley Act*, Washington, November 12, 1999.
14. Główny Urząd Statystyczny, *Kobiety i mężczyźni na rynku pracy*, Warszawa 2014.
15. Komisja Europejska: *Place w sektorze usług finansowych: Komisja określa zasady dotyczące wynagrodzeń personelu podejmującego ryzyko w instytucjach finansowych*, IP/09/674, Bruksela 2009.
16. Komisja Europejska: Sprawozdanie Komisji dla Parlamentu Europejskiego i Rady. Przegląd dyrektywy 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego, COM (2012) 785 final, Bruksela 20.12.2012 r.
17. Komisja Europejska: Zalecenia Komisji z dnia 14 grudnia 2004 roku w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie 2004/913/WE, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 29.12.2004r.
18. Komisja Europejska: Zalecenia Komisji z dnia 15 lutego 2005 roku dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej), Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 25.02.2005r.

19. Komisja Europejska: Zalecenie Komisji z dnia 30 kwietnia 2009 roku uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym 2009/385/WE, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 15.05.2009 r.
20. Komisja Europejska: Zalecenie Komisji z dnia 30 kwietnia 2009 roku w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych (2009 / 384 / WE), (Dz. U. UE, L 120/22).
21. Komisja Europejska: *Zielona księga. Ład korporacyjny w instytucjach finansowych oraz polityka wynagrodzeń*, KOM (2010) 284 wersja ostateczna, Bruksela 2010.
22. Komisja Europejska: *Zielona księga. Unijne ramy ładu korporacyjnego*, Komisja Europejska, Bruksela dnia 05.04.2011, KOM (2011) 164 wersja ostateczna.
23. Komisja Nadzoru Finansowego, *Interpretacja uchwał KNF w zakresie polityki zmiennych składników wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku*, 23.12.2011.
24. Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego: *High – level principles for Remuneration Policies*, Committee of European Banking Supervisors, 20 April 2009.
25. Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego: *Wytyczne w sprawie polityki i praktyki wynagrodzeń*, Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego, 10 grudzień 2010 rok.
26. Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 2. Płatności w formie akcji, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 29.11.2008.
27. Niemcy: *German Corporate Governance Code*, Government Commission, June 14, 2007.
28. Niemcy: *German Corporate governance Code*, Government Commission, June 18, 2009.
29. Niemcy: *German Corporate Governance Code*, Government Commission, June 6, 2008.
30. Niemcy: *German Corporate Governance Code*, Government Commission, May 26, 2010.
31. Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju: *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, 2004.
32. Parlament Europejski: Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 7 lipca 2010 roku w sprawie wynagrodzeń dyrektorów spółek i giełdowych oraz polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych (2010/2009(INI)), (Dz. U. UE, C 351 E/56).
33. Polska: *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 21 listopada 2012 roku.
34. Polska: *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 roku.
35. Rada Stabilności Finansowej: *2011 Thematic Review on Compensation. Peer Review Report*, Financial Stability Board, 7 October 2011.
36. Rada Stabilności Finansowej: *FSB Principles for Sound Compensation Practices*, Financial Stability Board, 2 April 2009.

37. Rada Stabilności Finansowej: *FSB Principles for Sound Compensation Practices*, Financial Stability Board, 25 September 2009.
38. Rada Stabilności Finansowej: *Thematic Review on Compensation. Peer Review Report*, Financial Stability Board, 30 March 2010.
39. *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994*, Washington, January 25, 1994.
40. Stany Zjednoczone: *Code of Federal Regulations, Title 17 Commodity and Securities Exchanges*, Parts 200 to 239, April 2012.
41. Stany Zjednoczone: *Corporate Governance Rule Proposals. Reflecting Recommendations from the NYSE Corporate Accountability and Listing Standards Committee as Approved by the NYSE Board of Directors*, August 1, 2002.
42. Stany Zjednoczone: *Principles of Corporate Governance*, The Business Roundtable, May 2002.
43. Stany Zjednoczone: *Restoring Trust – Corporate Governance for the Future of MCI, INC.*, R. C. Breeden, August 2003.
44. *The Directors' Remuneration Report Regulations 2002*, United States, August 2002.
45. Uchwała nr 258/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku w sprawie szczegółowych zasad funkcjonowania systemu zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej oraz szczegółowych warunków szacowania przez banki kapitału wewnętrznego i dokonywania przeglądów procesu szacowania i utrzymywania kapitału wewnętrznego oraz zasad ustalania polityki zmiennych składników wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku.
46. Uchwała nr 259/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 r. zmieniająca uchwałę w sprawie szczegółowych zasad i sposobu ogłaszania przez banki informacji o charakterze jakościowym i ilościowym dotyczących adekwatności kapitałowej oraz zakresu informacji podlegających ogłaszaniu.
47. Ustawa z 28 kwietnia 2011 roku o zmianie ustawy – Prawo bankowe, ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2011 r. nr 131, poz. 763).
48. Ustawa z dnia 3 marca 2000 roku o wynagradzaniu osób kierujących niektórymi podmiotami prawnymi (Dz. U. Nr 26, poz. 306 z późn. zm.).
49. Wielka Brytania: *2009 Review of the Combined Code: Final Report*, Final Reporting Council, December 2009.
50. Wielka Brytania: *Corporate Governance a Practical Guide*, London Stock Exchange, RSM Robson Rhodes, 2004.
51. Wielka Brytania: *The Combined Code on Corporate Governance*, Financial Reporting Council, July 2003.
52. Wielka Brytania: *The UK Corporate Governance Code*, Final Reporting Council, June 2008.
53. Wielka Brytania: *The UK Corporate Governance Code*, Final Reporting Council, June 2010.

Pozostałe pozycje

1. *10 największych bankructw wszechczasów*, <http://www.pb.pl/1268987,94930,10-najwiekszych-bankructw-wszech-czasow>; stan na dzień 04.06.2013.
2. *Czarne dni Wall Street*, <http://www.przeglad-tygodnik.pl/pl/arttykul/czarne-dni-wall-street>; stan na dzień 04.06.2013.
3. *Krociowe zyski „baronów bankructwa”*, <http://www.wprost.pl/ar/27848/Krociowe-zyski-baronow-bankructwa/>; stan na dzień 04.06.2013.
4. *WorldCom's bankruptcy crisis*, <http://danielsethics.mgt.unm.edu/pdf/WorldCom%20Case.pdf>, stan na dzień 04.06.2013.
5. www.eba.europa.eu/languages/home.pl, stan na dzień 05.10.2013r.
6. *Xerox zgubił 2 mld USD*, <http://biznes.interia.pl/news/xerox-zgubil-2-mld-usd,277108>; stan na dzień 04.06.2013.

Spis tabel

1.1. Cechy nadzoru korporacyjnego.....	15
1.2. Charakterystyka teorii agencji.....	24
1.3. Teoria agencji a inne teoretyczne ujęcia nadzoru korporacyjnego.....	36
2.1. Przykłady skandali korporacyjnych z przełomu XX i XXI wieku.....	49
2.2. Mierniki efektywności – wady i zalety.....	52
2.3. Zmiany w regulacjach narodowych dotyczących wynagrodzenia zawartych w kodeksach dobrych praktyk wybranych krajów po 2007 roku.....	78
3.1. 50 największych publicznych banków na świecie w 4 kwartale 2011 roku.....	89
3.2. Potencjalne konglomeraty finansowe z udziałem polskich podmiotów regulowanych....	92
4.1. Wynagrodzenie kadry zarządzającej a wyniki ekonomiczne – podsumowanie wyników badań.....	126
4.2. Wynagrodzenie menedżerów a rynek kontroli korporacji – podsumowanie badań empirycznych.....	131
4.3. Wynagrodzenie menedżerów a standardy nadzoru korporacyjnego – podsumowanie wyników badań.....	138
4.4. Wynagrodzenie kadry zarządzającej a ryzyko – podsumowanie badań empirycznych..	145
4.5. Wynagrodzenie menedżerów – porównanie sektorowe.....	149
5.1. Zmienne wchodzące w skład indeksu transparentności zasad wynagradzania.....	155
5.2. Indeks transparentności zasad wynagradzania.....	156
5.3. Zmienne wchodzące w skład indeksu długoterminowych programów motywacyjnych.	157
5.4. Indeks długoterminowych programów motywacyjnych.....	157
5.5. Zmienne wchodzące w skład indeksu transparentności komitetu ds. wynagrodzeń.....	159
5.6. Indeks transparentności komitetu ds. wynagrodzeń.....	159
5.7. Zbiórca indeks transparentności polityki wynagradzania dla polskich banków publicznych (maksymalnie 3 punkty).....	161
5.8. Liczba długoterminowych programów motywacyjnych.....	162
5.9. Rodzaj programu.....	163
5.10. Kategoria pracowników objętych programem.....	165
5.11. Model wyceny.....	166
5.12. Sposób rozliczenia programu.....	168
5.13. Warunki nabycia lub realizacji uprawnień.....	169

5.14. Udział wynagrodzenia z tytułu długoterminowych programów motywacyjnych w wynagrodzeniu ogółem dla prezesa zarządu (w %)	171
5.15. Wytyczne dotyczące komitetu ds. wynagrodzeń w regulacjach wewnętrznych	172
5.16. Zadania komitetu ds. wynagrodzeń	174
5.17. Rok powoływania i skład komitetu ds. wynagrodzeń	175
5.18. Liczba członków niezależnych w komitecie ds. wynagrodzeń	176
5.19. Wykształcenie członków komitetu ds. wynagrodzeń w spółkach z sektora bankowego	177
5.20. Doświadczenie zawodowe członków komitetu ds. wynagrodzeń w polskich bankach publicznych	179
5.21. Relacja poziomu wynagrodzenia prezesów polskich banków publicznych do przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce	180
5.22. Relacja przeciętnego wynagrodzenia pozostałych członków zarządu do przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce	182
5.23. Dynamika całkowitego wynagrodzenia prezesa/członków zarządu	183
5.24. Udział wynagrodzenia podstawowego w wynagrodzeniu ogółem dla prezesa zarządu/członków zarządu (w %)	184
5.25. Udział premii rocznej w wynagrodzeniu ogółem dla prezesa zarządu/członków zarządu (w %)	186
5.26. Relacja całkowitego wynagrodzenia prezesa zarządu do przeciętnego wynagrodzenia członka zarządu (bez uwzględnienia prezesa)	188
5.27. Wykaz zmiennych użytych w badaniu	195
5.28. Statystyki opisowe	195
5.29. Tablica korelacyjna zestawu zmiennych objaśniających	197
5.30. Wyniki analizy regresji wynagrodzenia członków zarządu	200